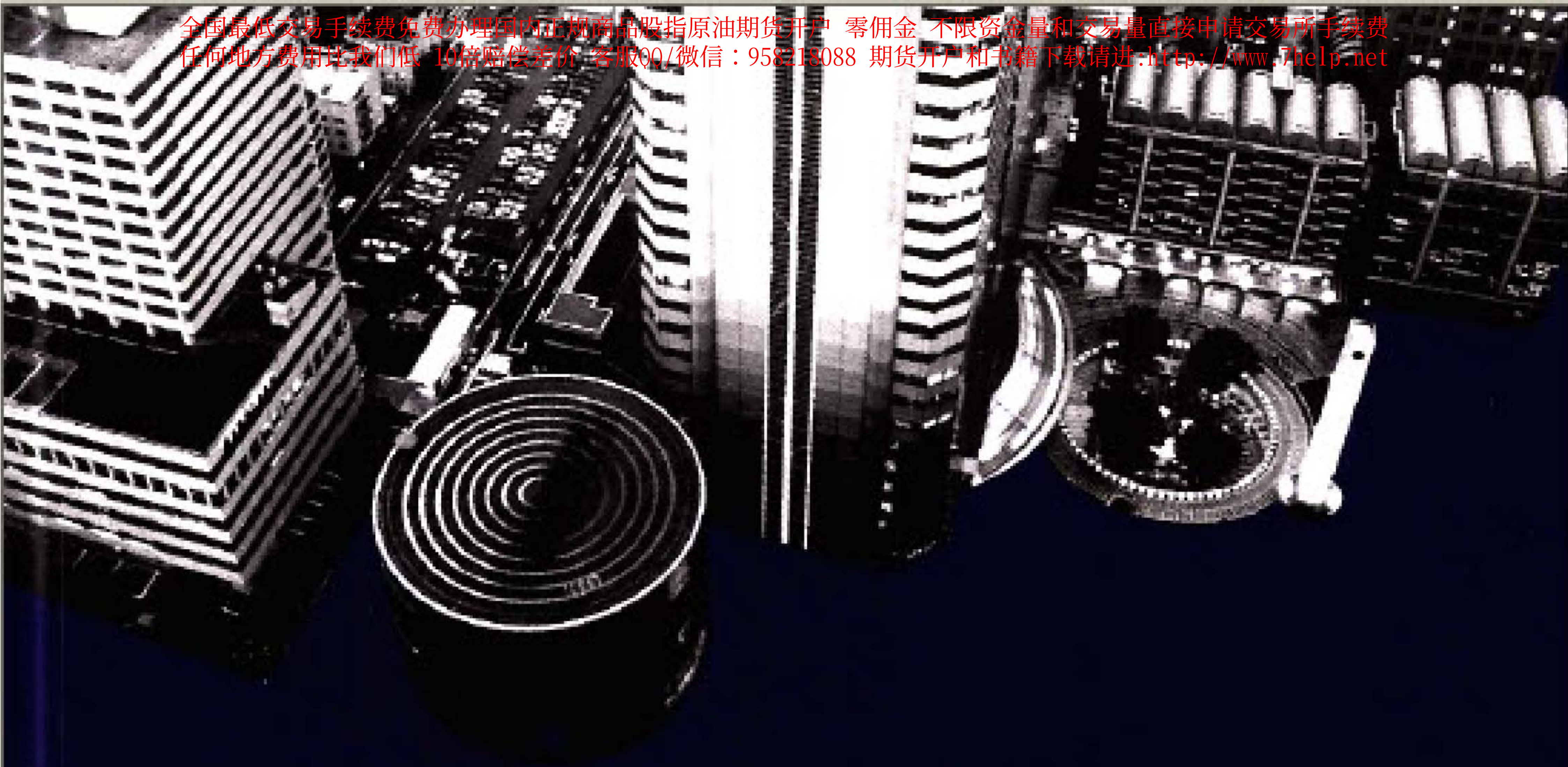
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





汇添富基金·世界资本经典译丛

新金融资本家

——KKR与公司的价值创造

[美] 乔治·P. 贝克尔（George P. Baker）
乔治·大卫·斯密（George David Smith） 著

上海财经大学出版社
CAMBRIDGE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

新金融资本家

——KKR与公司的价值创造

[美] 乔治·P. 贝克尔 (George P. Baker)
乔治·大卫·斯密 (George David Smith) 著

孙经纬 张爱玲 译



上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

新金融资本家:KKR与公司的价值创造/(美)贝克尔(Baker,G.P.)著;孙经纬译.—上海:上海财经大学出版社,2010.1
(世界资本经典译丛)
书名原文:The New Financial Capitalists
ISBN 978-7-5642-0642-0/F·0642

Ⅰ.①新… Ⅱ.①贝… ②孙… Ⅲ.①金融公司-经济史-美国 Ⅳ.①F837.129

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第195270号

□ 责任编辑 黄 磊
□ 封面设计 钱宇辰
□ 版式设计 孙国义

XINJINRONG ZIBENJIA
新 金 融 资 本 家
——KKR与公司的价值创造
[美] 乔治·P.贝克尔 (George P. Baker) 乔治·大卫·斯密 (George David Smith) 著
孙经纬 张爱玲 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华业装璜印刷厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2010年1月第1版 2010年1月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 14印张(插页:3) 229千字
印数:0 001—4 000 定价:30.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

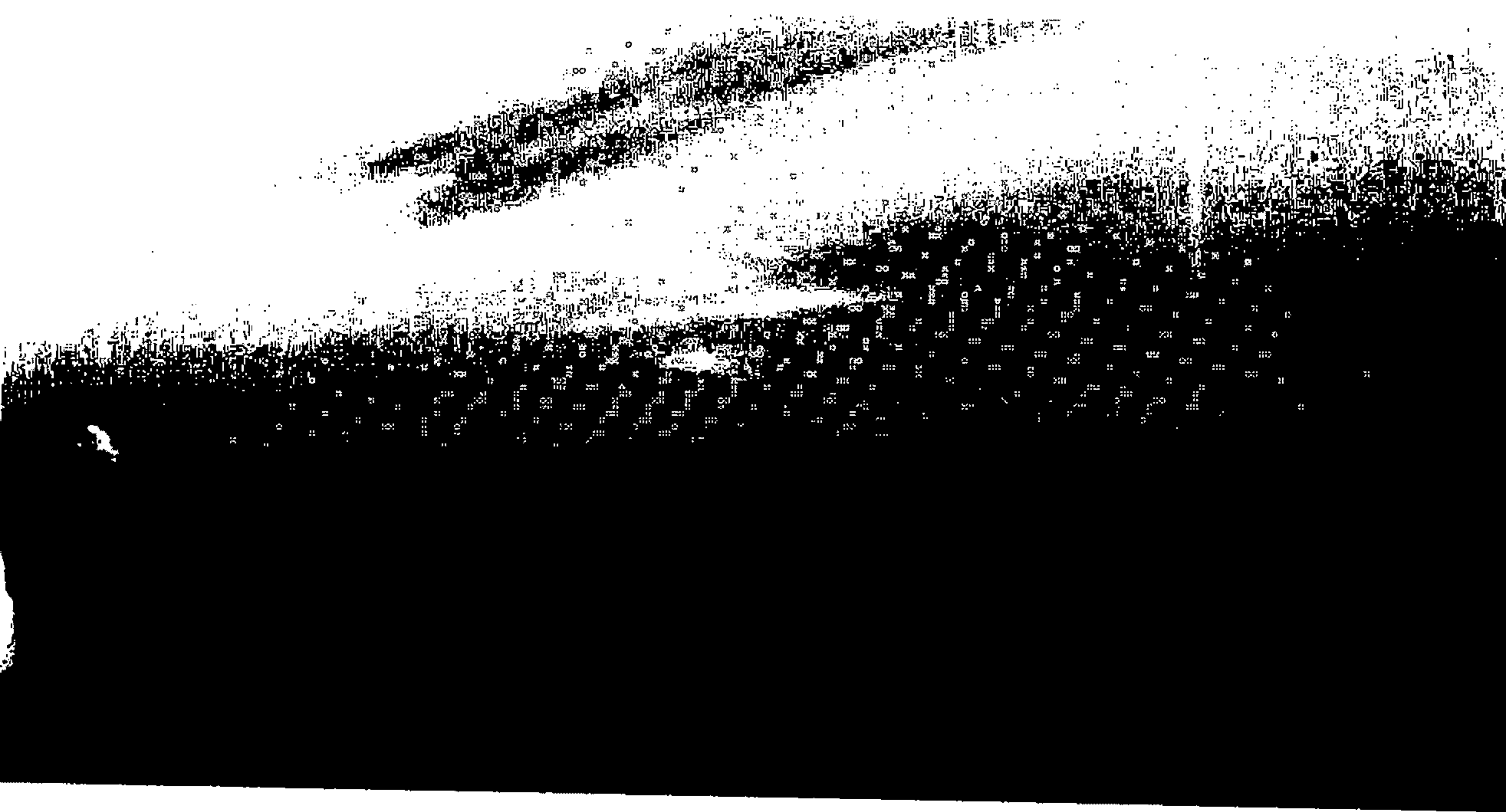
拨动琴弦

唱一首经典

资本脉络

在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些书简

就像我们今天，怀念

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2009-507

The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value

(ISBN 978-0521642606) by George P. Baker and George David Smith, first published by Cambridge University Press 1998.

All rights reserved.

This simplified Chinese edition for the People's Republic of China is published by arrangement with the Press Syndicate of the University of Cambridge, Cambridge, United Kingdom.

2009 © Cambridge University Press & Shanghai University of Finance and Economics Press.

This book is in copyright. No reproduction of any part may take place without the written permission of Cambridge University Press or Shanghai University of Finance and Economics Press.

This edition is for sale in the mainland of China only, excluding Hong Kong SAR, Macao SAR and Taiwan, and may not be bought for export therefrom.

此版本仅限中华人民共和国境内销售,不包括香港、澳门特别行政区及中国台湾。不得出口。

2009年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任　丛树海

编委会执行主任　张　晖　于东升

编　委
黄　磊　袁　敏
韩贤旺　钱　慧
曹翊君　刘劲文
郭　君　魏小君
益　智　林　皓
金德环　田晓军
柳永明　骆玉鼎
周继忠　崔世春

策　划　黄　磊　曹翊君

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显的改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因——“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有”。

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三、四辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《浮华时代》**、**《忠告》**、**《尖峰时刻》**、**《战胜标准普尔》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《标准普尔选股指南》**、**《华尔街 50 年》**、**《戈尔康达往事》**、**《铁血并购》**、**《先知先觉》**、**《共同基金必胜法则》**、**《华尔街传奇》**、**《大熊市》**、**《证券分析》**、**《股票估值实用指南》**等 28 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第五辑中，我们还将向您推荐 6 本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫投资路，经典诚可贵。不了解货币，就很难真正理解投资的本质。本辑丛书中的《货币简史》一书堪称资本类书籍中讲述货币历史的经典。**《货币简史》**是著名经济学家加尔布雷思的代表作之一。该书以货币史上的重大事件为主线，以货币变革的历史走向为依托，批判有关货币理论的种种传统理念，揭示货币运行的规律，指出周期性金融危机的成因。在经济危机席卷全球的今天，以货币为代表的金融体系正在经受着巨大的考验，流动性益发滞缓，信任危机愈加强烈。这种情况下，此书无异于一盏指导人们重新认识货币、了解金融本质的明灯，发人深省，给人以智慧的启迪。



汇集了《纽约晚报》金融编辑梅里尔・斯坦利・鲁凯泽先生给出的富于常识的投资指导建议的**《货币与投资》**一书初版于 1924 年，该书被认为是"第一次以书本的形式讨论了没有经验的小投资者所面临无形财产方面的问题以及解决这些问题的方法"。大名鼎鼎的巴菲特将其推荐给朋友时这样写道："随信寄上的此书……显然其中提供的观点依然有效……我粗粗翻阅了一遍，发现这是一本经受了时间考验的一流之作。""智者，知也，独见前闻，不惑于事，见微知著也。"阅读该书中语言简明朴素、说话直截了当的篇章，读者可以全面了解作者提出的诸如对安全投资的检验，怎样发现证券行业的骗子，有关华尔街的预测专家，怎样挑选诚实正直的股票经纪人等问题。正如曾任美国投资银行家协会教育委员会主席的劳伦斯・张伯伦所说的那样："正是这些金融编辑，而不是那些投资银行家，对小投资者的情况有更多的了解。"本书将会让你发现，人们依然是这样的人们，他们依然拥有这样的缺点和弱点，资本依然遵循着其固有的规律，不管是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四分之三个世纪以前还是今天，本书依然都有着同样的指导参考价值。

投资本质上是选择能够持续成功的优秀企业。《**新金融资本家**》一书则描述了一家金融企业的创业成长史。书中的主角 KKR，是美国一家以收购重整企业为主营业务的合伙投资企业。在本书中，KKR 自创立至今近三十年经营活动中的方方面面——从投资理念、投资策略、融资手法、收购后的重组，到其经济和社会影响——都得到了详细描述。并且，本书远不止是一本企业传记和金融史著作，它更多的是一本探讨美国公司治理结构和治理机制的著作。这种公司治理机制体现为债务、经理持股和董事会监督。债务的硬约束作用能迫使管理阶层吐出企业中“闲置的现金流量”；通过经理大量持股，能使他们像所有者一样决策；通过强化企业内部约束机制——董事会，KKR 向读者展示了它是如何妥善处理董事会和管理阶层间的职能分离的。在某种意义上，KKR 的利润正是来源于代理成本的降低。全书通过 KKR 这个案例，向世人揭示了美国金融资本主义的再生。

叱咤风云的金融大鳄背后，原来隐藏着不为人知的问题和秘密，而这很有可能成为投资的陷阱所在。《**美林证券：致命的代价——我与华尔街巨鳄的战争**》一书通过向我们讲述一个金融业中“鸡蛋碰石头”的故事，揭开了金融巨鳄美林证券公司的神秘面纱。书中的主人公基思，作为美林的前理财顾问，与这个曾经的金融巨头展开了长达 10 年的艰难而激烈的诉讼。虽然以主人公的败诉而告终，但整个过程揭露了美林的种种不道德操作和违规、欺瞒行为，直指美国金融业中暗藏的问题。事隔数年，在由美国次贷危机引起的金融风暴中，美林未能幸免，因亏损严重，被美国银行收购。曾经纵横华尔街的美林已不复存在，如今借助本书重温这场诉讼战争，相信读者会感触更深。

了解资本富豪的发家史，无疑有助于我们更好地理解财富创造的价值和意义。《**美国豪门巨富史**》是美国“暴露”文学（所谓“扒粪运动”）中的一部重要作品。书中生动地描绘了美国一些著名大富豪的发家史，客观地披露了这些在土地、贸易、铁路、钢铁等产业创造了巨额财富的资本家们如何巧取豪夺、财富暴涨的记录，旨在揭露资本的“原罪”。随着时间的推移，有产阶级寡头集团的权力变得越来越大，越来越多的人做出有计划的努力，试图把这些财产的起源描绘为诚实劳动和致力于公共服务的产物。每一个探索真相的人都有权知道，这究竟是不是真的。但对读者来说，更重要的是要知道：一种依靠私有财产和工薪劳动制度而生存的体制，其累积效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应是什么？如果这一体制有很多据说拥有的优点，那这些优点到底是什么？如果说它是文明的高级秩序，那这种高级又体现在何处？本书将会满足读者刨根问底的精神，帮助解释这些问题，因为，一种优秀而高尚的秩序应该能产生优秀而高尚的人。那些被这一特定文明推向前台的成功人士，以及他们所使用的方法，其种类和性质将在这一解释中得到阐明。更重要的是，查明这些巨大财富来自何方，了解它们特殊的起源和发展，以及与之相伴随的方法和制度，对于读者来说应该有着非凡的意义。该书材料搜罗广博，视野恢弘开阔，叙事沉稳，立论有据，自 1909 年初版以来，多次再版，颇受读者欢迎。

金融衍生品及其交易对于绝大多数普通读者都充满了未知与神秘，这是一块充满诱惑和神奇的投资领域。《**交易员、枪和钞票——衍生品花花世界中的已知与未知**》描述了作者达斯在金融衍生品行业 25 年的真实经历，详尽剖析了衍生品行业的运作及其存在的意义。这本书并不旨在评价衍生品，而只是向读者展现在交易所和主要金融中心每日的运作，正是这些活生生的戏剧和充满理性的疯狂造就了现代异常繁荣的衍生品交易市场。该书主要是为两类读者而写：一是在银行业以及其他金融行业工作的人（无论他们有没有直接参与到衍生品交易中），在字里行间他们将会找到他们自己或者他们身边同事的影子；二是想进入衍生品这个奇妙世界的人，通过阅读该书将可能证实他们对于这些陌生金融工具的恐惧和偏见。

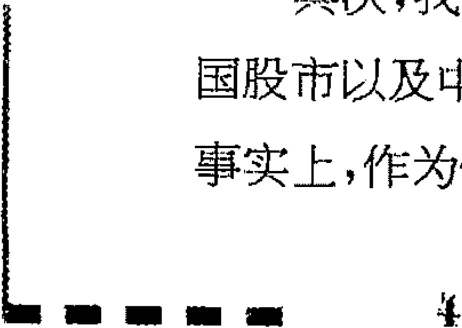


投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2010 年 1 月 8 日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

本书描述了一家金融企业的创业史。书中的主角是美国一家以收购重整企业为主营业务的合伙制投资企业，它的全称是“科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨”(Kohlberg Kravis Roberts & Co.)，缩写为KKR。在本书中，KKR自创立至今二十多年经营活动中的方方面面——从投资理念、投资策略、融资手法、收购后的重组，到其经济和社会影响——都得到了详细描述。

但是，本书远不止是一本企业传记和金融史著作，更多地是一本探讨美国公司治理结构和治理机制的著作。

美国大公司的治理效率一直是一个有争议的问题。哈佛大学经济学家迈克尔·詹森认为，美国大型上市公司作为一种组织形式，已失去了有用性，以至于他预言了“公众公司的消逝”。取而代之的是组织形式，是能给公司管理阶层施加更严格的约束和更能动的激励，或者说能使管理阶层的利益目标与企业所有者利益目标相一致的组织形式。詹森心目中理想的组织形式之一便是本书中的主角KKR所采取的组织模式。

KKR作为一家以盈利为目的的企业，在追求利润的过程中使用了公司治理机制——债务、经理持股和董事会监督。债务的硬约束作用能迫使管理阶层吐出企业中“闲置的现金流量”，使他们无法把这部分资金用于低效率、目的在于建立“王国”的项目上；通过经理大量持股，能使他们像所有者一样决策；通过强化企业内部约束机制——董事会，KKR向我们展示了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为大股东和大股东及债权人的代表，它是如何妥善处理董事会和管理阶层间的职能分离的。KKR 通过强化公司治理结构，降低了公司中两权分离所带来的代理成本。在某种意义上，KKR 的利润正是来源于代理成本的降低。

作者乔治·P. 贝克尔拥有哈佛大学企业经济学博士和哈佛商学院工商管理硕士学位，现任哈佛大学、哈佛商学院教授。他的研究集中在公司治理结构上，包括管理阶层激励和报酬体系、杠杆收购、企业所有权结构和管理之间的关系。他的最新研究探讨了管理阶层的绩效测度及在激励体系设计中的作用。贝克尔曾就报酬和激励方案的设计和实施为许多上市公司、非上市公司和合伙企业提供了咨询。在任教于哈佛以前，他曾是一家咨询公司（Temple，Barker and Sloane）的咨询专家。

乔治·斯密拥有哈佛大学历史学博士学位，现在是纽约大学斯特恩商学院经济学和国际商务教授，讲授“美国企业史”、“全球视角下的企业史”和“市场、伦理和法”。斯密在 1972～1978 年间曾任教于哈佛大学，1979～1981 年间在剑桥研究所（Cambridge Research Institute）担任项目经理和反托拉斯历史咨询专家，1982 年创建了咨询公司温特罗普公司（Winthrop Group，Inc.），担任发起合伙人。他曾为许多大公司提供过咨询。斯密的研究专长是企业战略和结构、政府管制、技术进步和金融体系的演变。他的著作有《金融资本主义转变》（*The Transformation of Financial Capitalism*，Blackwell，1993）和《从垄断走向竞争》（*From Monopoly to Competition*：*The Transformations of Alcoa.*，Cambridge University Press，1988）等。

本书的翻译分工如下：张爱玲翻译了前言、第三章、第四章和第五章，孙经纬翻译了第一章、第二章、第三章以及书末的附录和数据来源。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前　言

好的组织留给人们的印象是深刻的。1994 年春天，乔治·罗伯茨(George Roberts)让本书作者以顾问的身份帮助他的公司——KKR，用系统的方法将其投资的历史整理成文。大约 18 年后，KKR 已不再是一个小的有着共同经历的投资者协会。重要的是，公司的高层合伙人要将近二十年经验的详细情况和模式传输给年轻一代的专业人士以及越来越多的投资者。对于我们—— 一个经济学家贝克尔和一个历史学家斯密——来说，这是很让人兴奋的前景。虽然该项目严格地属于业主所有，仅供内部使用，但它使得我们有特权接近现代社会中最具革新性、最有影响力的公司的记录和当事人。我们了解到很多关于私人股权市场的情况，尤其是杠杆管理收购，在金融这个只有极少人能涉足的领域之外，杠杆管理收购现象一直是一个谜。

该课题涉及的不仅是将 KKR 完成的每笔交易的财务和结构参数整理成文，而且包括记录 KKR 在 1976～1992 年间收购的 40 多家公司所有交易背后的运作决定、管理和策略变化。我们将广泛的档案研究(提供买卖契约书、美国证券交易委员会的存档文件、内部预算和备忘录、年度报告等)与对 KKR 主要负责人和公司经理主管人员的访谈结合起来。我们所关心的不仅是用那些可以对杠杆和经营业绩进行定量分析的方法来回答的问题，也包括业务判断、行为动机以及个人和专业关系方面的问题。既然我们寻求的很多信息都是定性的、没有记录的，我们主要依靠访谈来勾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勒 KKR 每次投资的历史。

随着记录的积累，我们了解到金融革新和组织进化的丰富历史。我们在研究中得到的信息对我们来说都是新闻。我们了解到公司经理们在经历了杠杆收购后怎样了，管理行为和经营业绩是怎样作为杠杆、管理所有权以及主动控制作用的结果而发生改变的——这些并不是仅发生在一两家公司，而是十几家公司。当收购使所有者—经理关系的动态结构发生转型时，我们感受到了投资者和经理们的心路历程。我们积累了关于 KKR 的主要领导人作为投资银行家、普通合伙人、董事会成员是如何起作用的情况。我们开始在脑海里形成一个对所谓 LBO 公司更深的、更有实质内容的理解——它作为一个机构的性质、它在经济中的作用。对于那些最世故的金融经济学家来说，仅从公开记录中是很难了解到这一切的。

1995 年秋天，我们与 KKR 的高级合伙人亨利·克拉维斯（Henry Kravis）和罗伯茨商量，可否由我们来写一部适合公众阅读的更完整的历史。经过一番讨论之后，我们一致认为，让人们了解 KKR 的历史会带来更多益处。他们因此同意由我们来诠释和出版我们的研究结果，前提是，我们必须同意任何写出来的书都应是在金融历史和政策方面认真研究的结果。KKR 一直是一大批公开商务文献所关注的主要内容。但是，这些内容几乎毫无例外地都没有提供公司经营的历史和财务方面的启示。KKR 的历史往往是由于那些琐碎的闲聊而丰满起来的，而财务方面则是试验性的。克拉维斯和罗伯茨一致认为，目前的时机已经成熟，应该把收购作为金融技巧和激励体制来加以认真考虑，评估它在公司管理和控制方面更广泛的含义。



因此，我们继续着这个课题，但现在有了一个公开目标。我们写出了本书的大纲，希望它具有历史性，我们努力把 KKR 的历史作为一个发展过程来理解，并将其放在更广泛、更长期的社会和经济背景中。我们也希望这本书有着明显的政策导向；我们会提出一个论点，即杠杆收购作为具备经济生产力的金融工程。我们希望解释我们所了解到的有关杠杆的优势和弱点、更严格的公司治理的必要性，特别是 KKR 如何促进了我们和其他学者对这种新颖的企业组织形式的认识。我们想评价管理收购对公司组织和管理在重组美国公司经济的分水岭时期有哪些含义。

遵循撰写公司历史的学者们都普遍接受的规则，我们要求 KKR 能让我们全面接触到它的档案和人员。所有主题和诠释都由我们来单独决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了保证有一家严肃的学术出版商愿意接受我们的著作，可以没有审查制度。我们提出了请求并且得到了 KKR 的允许，得以公开 KKR 与其有限合伙人所共享的任何财务信息。KKR 给了我们接触手稿方面的权利。作为交换，我们同意 KKR 能够审读我们所写的内容，并且有机会提供对事实错误方面的更正；我们同意不透露眼下的竞争机密或投资方面的所有信息；我们同意对采访的人在一些敏感问题上的回答不加记录。这样，我们起码可以从一些重要的"背景"信息中获得帮助。

1997 年春天，我们将一份写作大纲交给了剑桥大学出版社，同时还有一些草稿文本给学术专家们审读。剑桥征到了三份审读报告，反应是肯定的，批评性的意见也很有用。尤其让读者感兴趣的是，我们计划不仅研究 KKR 成功的投资，也研究有问题的和失败的投资。有一份报告敦促我们不仅要写给专家看，也要考虑到聪明的非专业读者。为了这个目标，我们努力去除了一些不必要的行话，尽可能在不牺牲严谨性的前提下清楚地解释公司的性质和交易。

本书是我们努力的结果，全书分为六章，覆盖了 KKR 从 1976 年成立到 20 世纪 80 年代期间进行的所有兼并和收购活动。每一章都在不同程度上自成体系，有各自的主题和诠释结构，这样读者可以依照个人兴趣随时阅读任何部分。同时，我们设计本书的时候，也提出综合的、相互涵盖的主题，这些主题是关于财务结构是怎样在追求长期价值方面与管理业绩发生联系的。

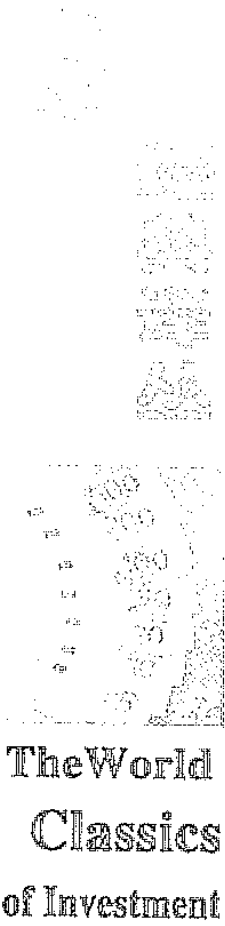
第一章是关于长期的历史和编年背景下杠杆收购的总论。第二章着重把高度杠杆化的交易作为"价值被低估"的公司实现价值（改善经营业绩）的金融技巧和激励体制来加以探讨。第三章研究收购后的控制和管理问题，我们提供了一些深层案例的详细情况，即被收购的公司努力提高资产价值的多变的过程。第四章讨论不成功的收购投资——失败的各种原因和结果以及收购公司是怎样尽可能减少和解决严重问题的。第五章讨论的是 KKR 作为一种机构现象。这里，读者会碰到一家公司，我们相信无论在它的形式管理系统、风格、文化方面，它都是小型专业组织中的一个例外。我们也给杠杆收购协会提供一些希望是有用的矫正方案；我们认为，杠杆收购协会是在改革的关键阶段中，组织和调节公司的一种新颖的不同形式。最后，在第六章，我们对 KKR 直至今天的历史加以总结，找出我们认为在公司控制和管理方面，KKR 的理财方法所带来的启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们预期，本书提供的定量分析和叙述内容会对金融经济学和历史专业的学生、公共政策制定者，以及法律和金融从业人员有用。我们希望从对 KKR 历史的研究中所得出的观点也会对任何非专业读者有益。读者可以从中学到很多知识，但其中有四点特别值得提出来。其一，金融结构对公司价值创造很重要。与现代资本结构的诸多理论形成对照，我们提出，公司融资的方式不仅影响到现金流的分布，同时也影响到它的管理方式。其二，价值创造是一个长期的追求，要求努力工作和持续的警惕。我们发现，在购买之后，管理以及 KKR 创造财富的过程，远不是短期的、公式化的或者有保证的，这一点远远不同于随着"金融工程"这一术语进入人们脑海中的传统形象。其三，使经理的利益和所有者的利益结合在一起，这样会产生好的效果。一些读者会发现，这是本书中最突出的观点。但很少有人会理解，如果将经理们变成承担金融风险的所有者会产生多么大的效力。最后，融资方面的灵活性和对突发事件的适应能力是决定成功与否的关键因素。一家成功完成许多收购的金融公司与一家失败的公司最大的不同，也许就在于前者能不断地构造交易，能在突发事件中生存。如果金融家和经理们忽视这些基础课，那么，各方面——包括投资者、雇员以及社会作为一个整体——就会蒙受损失。

在这本书的写作过程中，许多人帮助过我们。特别值得致谢的是，温特罗普公司的大卫·代尔在我们早期文件整理阶段提供了充分的帮助，我们得力的研究助手伊丽莎白·内瓦、丹尼尔·格拉斯、伊丽莎白·约翰逊和马克·萨姆博都是不知疲倦的、很能干的。他们忘我地工作，为本书的问世作出了贡献。

在我们的专业同行中，我们都各自得到了老同事和朋友的帮助，从他们那里，我们学到很多，这本书也汲取了他们的很多智慧。贝克尔想感谢锡恩谢尔·蒙哥马利和哈佛商学院的组织协调、控制和管理教学组，包括卡尔利斯·鲍德温、凯文·墨菲和马尔利姆·萨尔特，尤其是凯伦·鲁克和迈克尔·詹森；多年来，大家一起交谈、思考，并在这些和其他相关问题上提出观点。(尤其是对詹森的感谢之情难以言表。)在此要感谢温特罗普公司的顾问伙伴们几年来的珍贵合作，在这里，他学到了经济和组织理论的使用和局限。与斯特恩商学院经济系的同事们无数次的交谈，以及与投资专业人员珍·戴特尔和贝蒂·希茨的交谈，加深了他对当代金融机构的了解。最多的谢意属于理查德·席拉，他们正在合写一本有关资本市场历



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



史的著作。（席拉比其他人更多地培养了我近来对金融历史越来越浓的兴趣。）我们还要感谢劳伦·詹宁斯和苏珊·格瑞；除了提出批评和启发性的问题外，他们还给予了我们个人支持。

KKR所有的工作人员对我们的帮助很大，在我们的工作过程中都很谦逊。我们尤其想感谢以下几位：吉姆·雷诺德，他负责在纽约的公司记录的管理，他手下的工作人员非常耐心地尽量满足我们对文件信息的渴求。萨尔·巴拉达门悌和他的雇员帮助我们整理了数据。莱斯利·哈里森、巴巴拉·约翰逊、萨丽·朗和苏珊·斯密不厌其烦地满足了我们提出的电话、会见、即兴拜访等要求，以及后勤事务，并且从来没有误事。最后，我们要感谢公司里所有在任的和已退休的成员们，感谢他们在访谈中慷慨地给予了我们时间和信息。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

总序 ························ 1

译者序 ························ 1

前言 ························ 1

第一章　金融资本主义的再生 ························ 1

金融资本主义 ························ 5
经理资本主义 ························ 8
公司治理的崩溃 ························ 10
经理机会主义和联合型合并浪潮 ························ 15
公司控制权市场 ························ 17
KKR 和第四次浪潮 ························ 21
对杠杆收购的反应:在媒体中的形象 ························ 25
政坛上的争论 ························ 31
学术界意见逐渐统一 ························ 36
退潮 ························ 39
再论金融资本主义 ························ 41

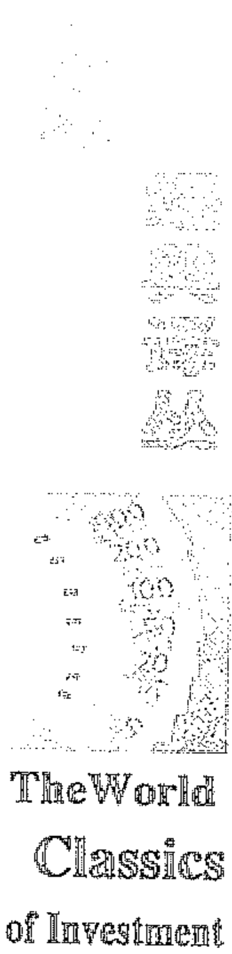
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 重塑债务的作用:创造性的杠杆和收购融资 …… 43
债务悖论 …… 44
鞋带交易 …… 48
创建 KKR …… 56
确定收购框架 …… 57
突破:侯戴勒工业公司 …… 62
塑造债务约束 …… 70
扩大规模 …… 73
大收购 …… 79
债务约束的重要性 …… 82

第三章 重新界定所有者管理公司的价值 …… 84
达拉斯的麻烦 …… 85
协调所有者和管理阶层的利益 …… 89
与管理阶层结成合伙关系 …… 91
收购董事会 …… 92
绥夫维公司 …… 99
金霸王公司 …… 105
对两种相反情况的思考 …… 111

第四章 当风险成真时:困境中收购公司的管理 …… 113
冲突与声誉 …… 118
伊顿·里昂纳德公司崩溃 …… 121
西门家具公司破产 …… 124
吉米·沃尔特公司官司缠身 …… 128
烟草巨头摇摇欲坠 …… 135
不成功收购的影响 …… 147

第五章 KKR 作为一种机构形式:结构、功能和特性 …… 150
公司、集团公司和杠杆收购协会 …… 152
KKR 的杠杆收购协会 …… 154



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

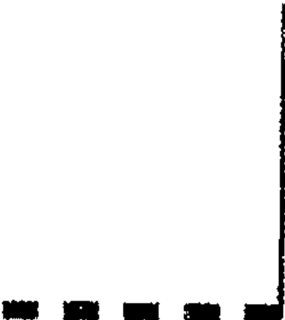
塑造公司 …… 158
扩大合作 …… 162
克拉维斯和罗伯茨的关系 …… 166
金融激励机制 …… 169
非财务管理 …… 171

第六章 融入主流:20 世纪 90 年代的 KKR …… 177
从收购到建立以及更多 …… 180
杠杆和股权不断变化的条件 …… 186
KKR 进入了它的第三个十年 …… 188
影响:教训和启示 …… 189

附录 KKR 收购大事记:1976～1993 年基金的交易额、杠杆和收益率 …… 192

关于财务数据来源的说明 …… 199





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　金融资本主义的再生

在资本主义社会，经济进步意味着无序。

——约瑟夫·A. 熊彼特(Joseph A. Schumpeter)

在影片《白衣人》中，阿莱克·吉尼斯扮演一位温文尔雅的工业科学家，他发现了一种似乎永不磨损的纤维。谁会怀疑它对社会的价值呢？他的雇主，一个历史悠久、现已衰落的英国纺织公司，想压制他的发明；他的同事害怕他的发明。他的朋友都反对他。他的人身安全得不到保障，喜剧性的追逐场面出现了。最终以大团圆收场——这种纤维并没有传说的那么神奇。[1]

企业通过引入新的商品、服务、组织和技术追逐利润。在追逐利润的过程中，他们促进了社会的经济福利。同时，他们的活动又扰乱了一切。企业家终究是"创造性破坏"的施动者——约瑟夫·熊彼特十分贴切地把企业家引发的变迁过程称为"创造性的破坏"。他们的成功总是干扰社会秩序，把财富和权力从传统经济部门向新的经济部门转移。[2] 正是因为这个原因，在历史上的大部分时间里，无论是疆域辽阔的封建帝国还是偏

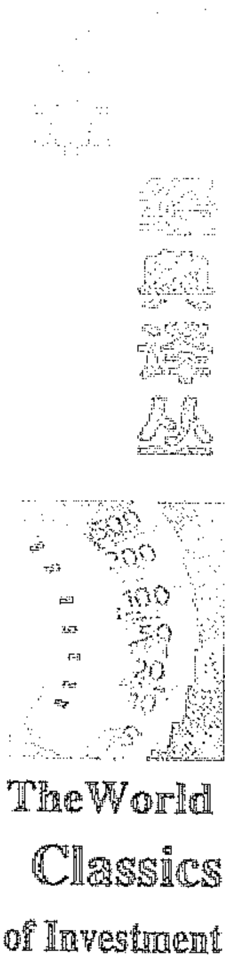
〔1〕 这部影片在英国出品，于1951年公映。
〔2〕 *Capitalism, Socialism, and Democracy* (New York: Harper & Brothers, 1942), esp. ch. 7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

居一隅的部落文化，都试图用政治约束和社会清规戒律扼制创业行为，阻止它改变现状。[1] 现代资本主义进步完全依靠创业精神。但是，对于创业活动的作用，资本主义社会的态度依然模棱两可。美国最强调对幸福的个人主义追求，商业性发明和创新成为社会规范，受到公共政策鼓励，得到了支持进步、变革和社会流动性的文化价值观的强调。然而，即使在美国，既得利益者也总是跳出来反对和抵制创业活动所引发的社会和经济变革。[2]

所以说，企业家并不总是受人尊重，有些人根本就被不屑一顾。例如，金融企业家就很少被美国人看重。尼古拉斯・贝德勒、J. P. 摩根和迈克尔・米尔肯等人作为历史上富有创造性的投资家，和托马斯・爱迪生、亨利・福特、安德鲁・卡内基或萨姆・沃尔顿等人——他们或者发明了看得见的商品，或者组织了更有效率的生产和销售方式——相比，就不在同一个层次上。美国文化的本质——民粹主义——就与融资手法不相容，后者常常与贪污、欺诈和丑闻等联系在一起，有时甚至更糟，被看作是没有产出的劳动。在漫画中，金融圈子里的那些大玩家们不用生产任何商品就能赚到钱，攫取着“纸面利润”，似乎是在变戏法，从与生产活动没有直接关系的交易中榨出财富来。持有这种看法的不仅仅是普通人，还有智商过人的企业界人士。

但是，即使是历史上最声名狼藉的金融家也曾对美国的经济生活有过积极影响，因此应该得到一些尊重。19 世纪最典型的接管专家杰伊・高尔德贪得无厌。他操纵一切，为人虚伪，不会经营铁路；然而，他对在财务上摇摇欲坠的铁路公司的机智进攻，迫使那些懂经营的人把公司经营得更



---

〔1〕 同上页注释[2]，第 132 页。熊彼特指出：“环境以许多种方式进行抵制，这些方式，根据社会环境的不同，包括从简单地拒绝为新产品融资或拒绝购买新产品到对试图制造产品的人实施人身攻击之间的一切。”内森・罗森伯格（Nathan Rosenberg）和 L. E. 伯泽尔（L. E. Birdzell）所著的《西方如何变富：工业世界的经济演变》（*How the West Grew Rich: The Economic Transformation of the Industrial World*, New York: Basic Books, 1986）一书对技术进步和社会对技术进步的反应作了全方位的考察，这一问题也贯穿其中。斯特林・西格列夫（Sterling Seagrave）在《亚太边缘的诸侯：海上中国人的无形帝国》（*Lords of the Rim: The Invisible Empire of the Overseas Chinese*, G. P. Putnam's Sons, 1995）一书中，详细记录了中国历史上对创业活动的社会和政治迫害。

〔2〕 乔纳森・休斯（Jonathan Hughes）在《致命的少数》（*The Vital Few*, New York: Oxford University Press, 1986，增补版）一书中，通过一系列传记，包括那些在高度压制性的官僚环境中努力实施变革的人的传记，十分有效地揭示了美国历史中的这种能动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。上一个世纪之交时的银行家安德鲁·梅仑不能算是一个有社会责任感的人，但他为新企业筹措资本的能力促进了重要的新技术的发展。J. P. 摩根进行的企业合并与重整为他赚入了大量财富，还给他赢得了垄断者的名声，可他把经营不善的铁路公司从破产边缘给拯救回来，提高了生产能力过剩的行业的效率。正是这些人，这些具有创造性的金融家，使得那些管理生产方式的人能够完成本来无法完成的事业。[1]

本书探讨的是最近的一次金融创新：杠杆收购。杠杆收购是一种经典的创业手法：它的经济影响巨大；它的操作者因此既受人尊重，又使人恐惧。与经济生活中大量的更重要的创新一样，它是在经济主流以外发展起来的。就杠杆收购而言，它处在金融的边缘地带。它究竟产生于何时并不为人所知；但是，在 20 世纪 60 年代和 70 年代，在华尔街后面的巷子里，现在著名的一些专业事务所—— 譬如如 KKR、佛斯特曼—里特公司和克雷顿—达彼列尔—莱斯公司—— 的先驱者们悄悄地把它磨炼为一件强有力的融资技术。

在 80 年代的并购高潮中，杠杆收购引发了美国经济的双重革命——一重革命发生在公司融资领域；另一重革命发生在公司治理领域——从而大大改变了经理们的权力和行为。杠杆收购不仅显著提高了具体企业的价值，而且改变了一般企业看待债务、治理和价值创造的方式。为了成功，杠杆收购通常要求进行大幅度的经营改革、重新配置资本和调整人员。杠杆收购激起了无数利益团体——从公司经理到工会、从社区到债权人——的怒火，他们的权力、地位、工作和其他经济利益皆受到企业重整的影响。所以，在许多地方，杠杆收购被贬斥为又一次无生产性的危险的融资手段也就不足为奇了。

在所谓的“杠杆收购企业”中，KKR 最为成功，也最为臭名昭著。它的组织生命始于 1976 年，当时，三个不安分的交易商离开了投资银行贝

---

〔1〕 对金融创新史的研究，参见：George David Smith and Richard Sylla, *The Transformation of Financial Capitalism: An Essay on the History of Capital Markets; Financial Markets, Institutions and Instruments* (Cambridge, MA: Blackwells, 1993); Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970); Maury Klein, *The Life and Legend of Jay Gould* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1986); Ron Chernow, *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance* (New York: Atlantic Monthly Press, 1990)。后两本书是关于高尔德和摩根的精彩的传记，超越了对其金融活动的粑粪式简单记录的层次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔斯登，去建立他们自己的合伙企业。科尔伯格、克拉维斯和罗伯茨分别在纽约和旧金山开设了两个办事处，从那里，他们向银行和个人投资者募集资金，其中的许多投资者已十分熟悉其业已炉火纯青的、用债务收购小公司的技术。在新金融企业年鉴中，KKR 的成立并不引人注目。在脆弱的投资银行业里，人们不断地更换工作，常常放弃他们在大公司中相对稳定的工作去建立自己的企业。由于这类企业的生存完全依靠其创始人的稳定性和能力，因此，大部分公司在很短的时间里就销声匿迹。但是，KKR 这个小合伙企业却从默默无声的开办而终于成长为大企业融资史上权力最集中的场所之一。今天，它依然是华尔街上存续期较长的机构之一。

他们的成功建立于他们在贝尔斯登公司 8 年的合作期间发展起来的一种有些新意，甚至可以说是与众不同的方法的基础上。这个“三人小组”收购经营良好、有可预测的收入流和现金流的私人控股公司。在他们的融资收购行动中，几乎所有资金都是借来的。通过使用大量债务或者说杠杆，他们把购买股权的成本降低到最小，并与目标公司管理层共同拥有股权。如果被收购企业的现金流足以偿付借款而有余，他们就可依赖及时减少债务和促进长期效率而获得成功。如果一切顺利(通常在 5～7 年里)，他们会把股权出售，获得远高于平均水平的收益。[1]

KKR 与其他收购专家的不同之处是，它在变幻莫测的经济和金融环境中适应新的机会、调整其技术的独特能力。KKR 擅长培育与债务投资者和股权投资者间的信任关系。在这一过程中，KKR 把杠杆收购的规模和范围发展到了史无前例的高度，1988～1989 年融资 310 亿美元收购 RJR 纳比斯科公司可谓是巅峰之作。对 RJR 纳比斯科公司的收购，同时还伴随着对它的管理阶层马上进行的整改、大规模出售资产和全方位的经营改革。这一收购事件使 KKR 在美国几乎家喻户晓。在公众眼中，它或者被看作是美国资本市场的进步力量，或者被看作是一股恶势力。你究竟持何种看法，取决于你处在哪一阵营和你相信谁。

在美国从 20 世纪 70 年代死气沉沉的经济中复苏并大踏步前进的过



[1] KKR 喜欢把这些交易安排称为“管理阶层收购”，但“杠杆收购”——常常缩写为 LBO—— 一词在行业用语和专业与学术文献中更常用。在本书中，收购、管理阶层收购和杠杆收购三个术语相互通用，三者间的细微差别通过上下文说明，或者，在必要时我们会加以解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程中，KKR 的历史构成了其中的重要一章。在美国撤兵越南后，美国企业界似乎也处在败退之中，一度自吹自擂的公司千疮百孔，管理阶层纸醉金迷。80 年代的并购浪潮在很大程度上是对这一局面的反应，通过公司重整而赚取利润的大量机会的存在，推动了这次并购浪潮。KKR 的收购活动是这一改革进程中的组成部分。



美国企业在 80 年代的重整受到并购浪潮漫长的历史影响，各次并购浪潮促进了美国企业制度和金融制度的演变。此前的每一次并购浪潮——有重大影响的并购浪潮共发生过三次——都是对美国企业中的结构问题作出的反应。每次并购浪潮都发生在过剩生产能力很多、投资资金来源充足之时。每次浪潮都可谓进行得淋漓尽致：都促成了管制改革和立法改革，这些改革改变了进行收购的动机和方式。因此，每次浪潮都留下了遗产，而 80 年代的金融家们，无论他们有无意识到，都是在对这些遗产作出反应。

金融资本主义

在这些遗产中，一个最重要的长期问题是美国的公司治理：如何使公司经理们的行为与公司股东的利益相一致。这一问题的根源可追溯至 19 世纪中期。当时，为了利用工业革命带来的组织效率，出现了最初的大公司。在传统企业中，经理同时也是所有者，因此无需考虑公司治理问题。在像卡内基钢铁公司或标准石油公司这样的最早出现的大企业中，也不存在这一问题，因为在这些企业创立之初，所有权和经理的利益已紧密地联系在一起。

股东和经理间的利益冲突最早出现在基础设施行业里。在这些行业里，存在对资本的大量需求，在企业通过留存收益为企业扩张提供资金的能力达到极限时，迫使公司公开募股。代表股东利益的董事们和公司经理在利润的用途上争执不休。理解新技术巨大增长潜力的经理们对越来越远离企业的"缺位所有者"——后者阻止机构建设、长期投资和创新——给他们施加的约束恼怒不已。1885 年，19 世纪通讯业的战略天才西尔多·威尔辞去了在纽约的 AT&T 的负责人职务。与极端保守的波斯顿·布拉敏斯——威尔受雇管理的这家公司就被此人控制——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资源问题上的不断争吵已使他的神经极度紧张。在年轻的铁路业中，系统建设者发现，很难说服董事会推迟股利分配和把资金投入到资本密集型网络上，尽管铁路网能给当时美国零散的运输设施带来秩序、规模经济和稳定性。[1] 随着大企业在美国几乎每一个主要经济部门中出现，分散的所有权与负责全面系统建设的管理层间的这种冲突愈益常见。

就公司股东而言，他们有充足理由担心自己的投资所托非人——经理缺乏能力、机会主义或腐败。理性的系统建设毕竟很容易退化为经理们建设自己的王国。大部分股东在复杂组织的技术细节和经营细节上缺少信息和专业知识，他们只能依赖所雇用的经理的忠诚和技能，以及董事会监督经理绩效的能力。

在第一次合并浪潮发生时，情况正是如此。当时金融企业家介入进来，解决了其中的一些问题。在1897～1904年间，大约4 277家美国公司合并成257家公司。在这些交易中，大部分发生在水平层面上，即发生在业务相近的公司之间。（在某种程度上，1890年的《谢尔曼反托拉斯法》应对此负责，因为它阻止相互竞争的公司相互合作，但不禁止它们相互合并。）和后面的几次浪潮一样，从好的交易中赚取利润的动机反而促成了差的交易的发生—— 一些公司之间的合并没有经济理由，后来只能再次分离。但是，从总体上看，第一次合并浪潮并不只是为了实现垄断，而是为了追求效率。安排合并的金融家们的活动帮助消除了过剩的生产能力——特别是在资本密集型行业，如铁路和钢铁业中。[2]



在促进这些交易和为这些交易融资——常常使用大量的债务——的过程中，一类新型投资银行家在其中发挥了重要作用。这一时期的标志性交易是1901年8家钢铁公司合并为美国钢铁公司，总资本惊人地高达12亿美元——等于当时美国国民生产总值的7%。这起合并是由摩根领导

---

〔1〕 1906年，摩根在取得了对AT&T的控制权后，招回了威尔。参见：Robert W. Garnet, *The Telephone Enterprise: The Evolution of the Bell System's Horizontal Structure, 1879～1909* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1985)。

〔2〕 我们对合并浪潮的讨论借鉴了大量文献，包括：Ralph Nelson, *Merger Movements in American History: 1895～1956* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1959); Peter O. Steiner, *Mergers: Motives, Effects and Public Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1975); Alan Auerbach, ed., *Mergers and Acquisitions* (Chicago: University of Chicago Press, 1988)。帕特里克·高根(Patrick A. Gaughan)的《并购与重组》(*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*)一书，对一系列的合并浪潮进行了深入的考察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的辛迪加提供资金的。摩根是当时最杰出的金融家，通过重整千疮百孔的铁路业树立了自己的名声。在美国钢铁公司的资本结构中，有 5.5 亿美元的利率为 7%的优先股、5.5 亿美元的普通股和3.04亿美元的利率为 5%的金边债券，杠杆比率实际上达到了 61%。收购价给了卖方一个溢价，但这与摩根辛迪加预期从美国钢铁公司中得到的价值相比，还是低很多。摩根接着把自己的合伙人派到了新公司的董事会中。[1]

当时的大型融资普遍如此，投资银行家在协调所有者和经理的利益中扮演着重要角色。中介商（如摩根）、库恩·罗伯公司的雅可布·希弗、纽约第一国民银行的乔治·F. 贝克尔和他们的伙伴统治着大上市公司的董事会。作为信托机构，它们保护着股东和债权人的利益，同时就公司战略、政策和融资结构提供有价值的咨询。对企业进行重整的金融家们的持续监督是历史学家们所谓的“金融资本主义”的标志。[2]

在第二次并购浪潮发生时——这次并购浪潮时间更长，始于 1916 年，经历了 20 年代的经济景气，在 1929 年的股市崩溃时结束——金融资本主义已经衰退。在这次浪潮中相互合并的很多企业，是新成立的公共事业企业和能够从压缩生产能力中受益的其他基础产业。在这一时期，垂直合并——从事资源开发、生产、销售的企业之间的合并——更重要，它帮助地区性公司扩大经营范围，服务全国市场。在这次浪潮中，投资银行在促进合并和合并融资中再次起着主要作用。虽然在当时基本不受管制的全国性证券市场上出现了一些严重欺诈行为，但总体上看，第二次浪潮是积极的。随着金融中介机构越来越娴熟地从小投资者手中筹措资金，买卖大公司债券和股票的二级市场不断壮大。

但是，随着金融在美国企业生活中的重要性日益加强，金融家们在美国企业董事会中的影响力却在下降。金融资本主义让位于经理资本主义。

---

[1] Smith and Sylla, *Transformation of Financial Capitalism*, pp. 2～5; Vincent Carosso, *The Morgans: International Private Bankers, 1854～1913* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1987), pp. 487～490.

[2] “金融资本主义”与美国的一个特殊历史时期联系在一起，这一时期大约起自 1896 年，终结于 1913 年。参见：N. S. B. Gras and Henrietta Larson, *Casebook in American Business History* (New York: Appleton Century Crofts, Inc., 1939); Alfred D. Chandler, Jr., *The Visible Hand* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977)。这两本书对美国企业的发展阶段所作的分类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理资本主义

随着经营规模和经营复杂性的增加，大公司越来越依赖一类新型执行人员：职业技术官僚。在复杂的现代公司中，经理们一般因为其战略才能、技术知识和组织经验，而不是凭借家族关系或所有权而成为执行人员。社会评论家沃尔特·利普曼在1914年指出，大型企业现在“由拿薪水的经理们……管理，他们与所有权……相分离……利润不是他们的动机”。[1] 和许多人一样，他认为这是非常积极的发展——是精英统治的胜利。专家管理，没有了呆板的所有权束缚，是20世纪中期机构资本主义发展的关键。[2] 很难对这一段现在已成定论的历史提出质疑，但是，随着管理与所有权的分离，控制问题和官僚问题最终浮现出来。

与此同时，为公司增长提供融资便利的银行家越来越不愿意监督经理的表现。这一趋势开始于第一次世界大战前，当时华尔街由于集中了对美国生产性资产的控制权而受到严厉的批判。更明确地限制金融家进入董事会的“新政”管制强化了这一趋势。在大萧条期间，公众对企业界和金融界的敌意达到了巅峰，政府严厉限制银行持有公司股份，这削弱了金融中介机构进入董事会的财富动机。《1940年投资公司法》限制投资基金投资于任一公司的股份比例。自此以后，货币经理们不再担任董事，银行家由于害怕承担责任也远离客户公司的治理事务。投资银行家发现，他们仍可以从安排交易中大笔赚钱，同时又能避免与公司的财务控制权联系在一起而引来的责任和指责。[3]

这一结果是有代价的。由于所有权与控制权相分离，没有了中介机构在董事会中的有力参与，经理们的个人利益和公司的业务利益间的联系严

---

[1] Walter Lippmann, *Drift and Mastery: An Attempt to Diagnose the Current Unrest* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, reprint 1961)。

[2] 阿尔弗雷德·钱德勒(Alfred D. Chandler)在一系列关于大企业历史的有影响力的著作中回应了这一观点。他的这些著作构成了关于经理型企业历史的一代研究。参见：*Visible Hand*, MIT Press, 1960; *Scale and Scope*, Cambridge: Harvard University Press, 1992。

[3] Smith and Sylla, *Transformation of Financial Capitalism*, pp. 27～29; Mark Roe, "Political and Legal Constraints on Ownership and Control of Public Companies", *Journal of Financial Economics*, 27 (1990), pp. 7～41.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重削弱，甚至完全断裂。一些观察家对这一结果深感不安。“如果我们假定对个人利润的渴望是鼓励控制的主要力量”，1933 年，伯勒(Adolf Berle)和米恩斯(Gardiner Means)在关于这一问题的经典著作中写道：

> 我们就必须认识到，控制权的利益不同于所有权的利益，两者常常截然相反；一个追求利润的控制团体不会最大限度地服务所有者。在公司的经营中，控制团体，即使拥有大量股份，仍会以牺牲公司利益为代价填满自己的口袋而不是为公司创造利润。[1]

换句话说，在现代公司中，存在着激烈的委托—代理冲突：代理人(经理)总是有动机为自己的利益而不是为委托人(所有者)的利益管理公司，现在他们更少受到有效的所有权控制的制约。现代代理理论家所谓的经理机会主义——最经常地表现为经理们建设自己的独立王国的行为——可能会超越更有效率的利润目标。[2] 用经济学术语表述就是，不受制衡的经理会不恰当地配置公司的闲置现金流量——即在履行了公司其他所有的义务和进行了所有的有合理盈利能力的长期投资后应该支付给股东的资金。[3]

经理们的地位蒸蒸日上，即使如此，企业存在的主要目的是为股东创造财富的信条依然是最好的约束。20 世纪里两个最重要的公司的经理亨利·福特和阿尔弗雷德·斯隆，在行为上的具有讽刺意味的反差，可以说明这一点。福特始终控制着福特公司的股权，他喜欢说自己的职业是制造便宜的汽车，赚钱只是生产优质 T 型车的副产品。小股东明确的利润要求使他恼怒不已。1920 年，他买下了他们的股份，以便能以自己认为合适的方式经营企业和配置资源。但问题是，虽然再没有人挑战他的思想，但他仍然让机会从手边溜走，没有及时地对需求变化作出反应，并低估了来自竞争对手的挑战的能力。一度曾是世界上最有创新性的汽车公司就这

---

〔1〕 *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan, 1933), p. 122。

〔2〕 关于委托代理问题的文献出现于 70 年代，在后面我们将对这一问题作更详细的探讨。

〔3〕 Michael Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, No. 2 (May 1986), p. 323. 詹森在这篇文章中对这一问题作了经典陈述。“闲置的现金流量是超过为所有根据相关资本成本贴现后有正的净现值的项目进行融资所需的现金流部分……问题是如何激励经理吐出资金而不是把资金以低于资本成本的收益进行投资或把资金浪费于组织的无效率性上。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样陷入了缓慢持久的衰落中。直到福特于1945年去世，这家公司才得以幸免被人遗忘。

斯隆是管理者的典范，他从来没有忘记自己为股东赚钱的目的。有这一目的在心中，他重组了一度苦苦挣扎的通用汽车公司，把它从一个分散的组织和供应公司的联合体转变为一个精简严密的企业。当需求的人口特征发生变化，反映出收入的上升和更复杂的偏好时，斯隆为通用汽车公司划分了市场，为每个收入层次、每一种偏好的人提供不同的运输工具。在成功到来时，他依然使经理们保持着创新精神。他敦促经理们修正市场预测，重新设计产品，不断改善经营和反思自己的工作。这样，仅仅在几年的时间里，通用汽车公司便超越了福特公司。甚至在大萧条时期，通过不断提高公司效率，斯隆依然为股东创造着财富。[1] 1946年，德鲁克在其名著《公司的概念》中称颂斯隆；在他的笔下，通用汽车公司成了有效的公司治理和管理的楷模。[2]

在第二次世界大战后美国经济扩张的“黄金时代”，随着股票投资的扩张，普通家庭大量涌入股票市场，经理资本主义继续处于全盛期。股东们发现，通过分散自己的投资组合可以减少风险，而经理们则通过谈判争取到更有利的雇佣合同，增加自己的薪水和津贴，削弱有权解雇他们的人的监督权力，最终通过投资于更分散的资产来减少自己的风险。经理资本主义的力量之所在，是它为专业经理们提供了投资于增长战略的自主权。它的脆弱之处是，为经理们提供了建设独立王国，和以在长期里不会增加股东价值的方式配置资源的力量。



公司治理的崩溃

后来的经理们忘记了斯隆，这导致了公司效率的下降。第二次世界大战以后的趋势是股权分散持有的公司的最高执行经理任命自己为董事会

[1] 福特(Ford)和斯隆(Sloan)的自传最好地说明了两人之间的区别。参见：Henry Ford, *My Life and Work* (Garden City: Doubleday & Company, 1923); Ford and Samueal Crowther, *Moving Forward* (Garden City: Doubleday & Company, 1930); Alfred P. Sloan, Jr., *My Years with General Motors* (New York: Doubleday, 1963)。

[2] Peter Drucker, *The Concept of the Corporation* (New York: John Day Co., 1946).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主席，把下级和友好的"外部人"安置在董事会中。在公司内部，中层经理班子膨胀，公司各个管理部门承担了越来越多的管理职能——随着环境的变化，一些职能的有用性消失，然而却没有哪一项职能被取消。雇佣结构越来越僵化，经理们为换取劳工的合作而作出让步，工会为成员赢得了更大份额的公司收入——这不仅反映在工资上，而且反映在医疗保险、假期、养老金和自动的生活成本调整上。更僵硬的工作规则、投诉程序和年资条款也增加了成本，却没有提高劳动生产率。[1] 随着劳动成本的上升，中层经理的薪水和津贴随之上升。

在20世纪50年代和60年代的大部分时间里，在资本主义世界里，美国在军事、政治和经济上傲视群雄。美国的市场之大(1950年，美国市场约为世界市场的一半)，使得美国企业根本没有理由担心外国竞争。国内市场在理论上是开放的，但是，由于外国竞争对手脆弱，国内市场实际上受到保护。当时，几乎所有的工业化欧洲国家和日本都在挣扎着从战争的废墟中恢复元气。在这一时期，公司获利能力巨大，美国的企业体系为全世界所瞩目。咨询业通过输出美国的管理理论和管理实务赚得大笔咨询费，战后美国经济的统治地位强化了经理权力的扩张与地位。

60年代后期出版了两本特别有影响的著作，把美国大公司的效率捧上了天：加尔布雷思的《新工业国》和《美国的挑战》警告说，由于卓越的组织能力，美国实际上可能占领世界市场。加尔布雷思担心，公司超越社会对它的控制能力。他认为，公司执行人员已经超越了股东对他们的控制能力。但是，似乎没有哪个美国股东意识到这一问题，更遑论去关注这一问题了。[2]

具有讽刺意味的是，在这两本书问世时，美国经济已经遇到了麻烦。由于国内项目的膨胀和越南战争，政府债务迅速增长，国家经济负担日益加重。美国曾经在几乎每一种基本资源上自给自足，现在却越来越依赖外国石油填饱它对能源永无止境的渴求。其代价表现为70年代的高通货膨

---

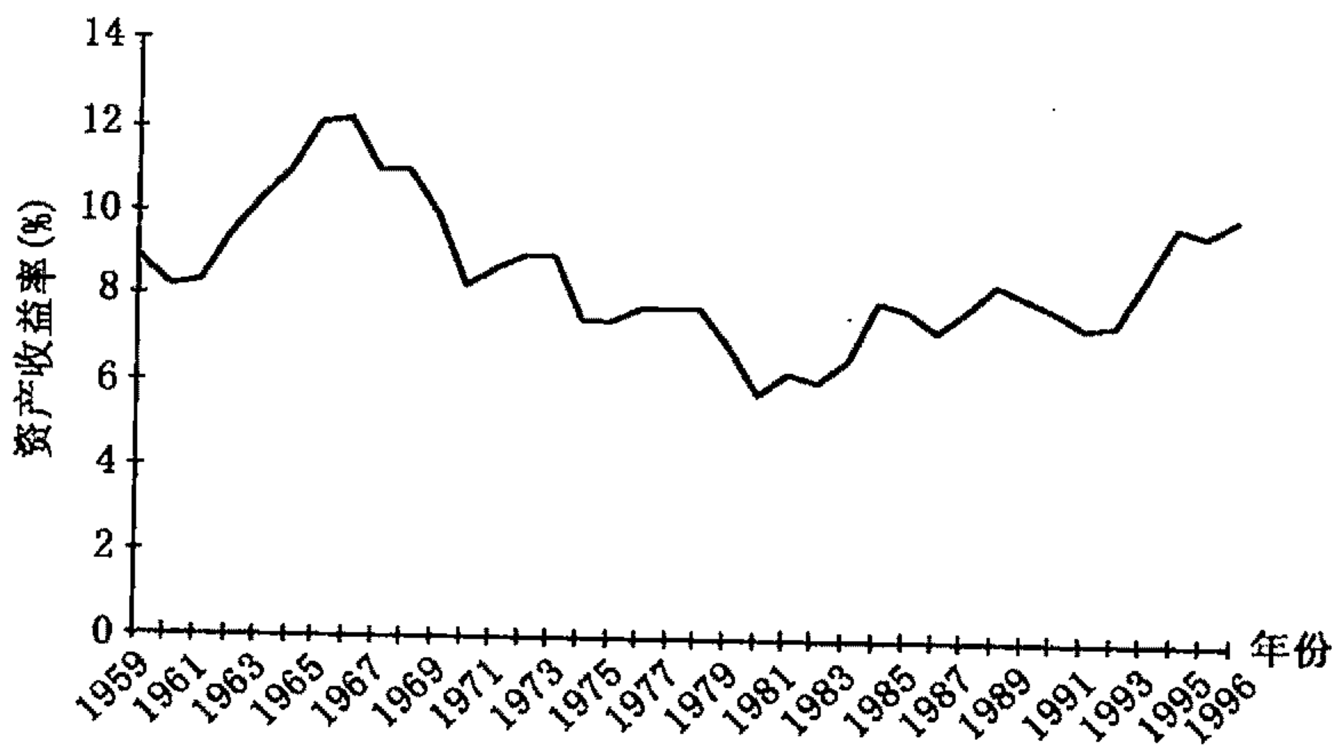
[1] 关于劳工问题的著作有：David Brody, *Workers in Industrial America: Essays on the 20th-Century Struggle* (New York: Oxford University Press, 1980), esp. chs. 5—6; Richard C. Edwards, *Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century* (New York: Basic Books, 1985)。

[2] John Kenneth Galbraith, *The New Industrial State* (Boston: Houghton-Mifflin, 1967); Jean Jacques Servan Schreiber, *The American Challenge* (New York: Atheneum, 1968)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀率和失业率，而这又增加了债务成本，降低了股票市场的收益率。受这些严重经济问题的不利影响，在这个国家的大部分行业中，经理能力最终也受到了侵蚀。

到70年代中期，几乎每个人都认识到，美国企业陷入了困境。公司获利能力长期衰退，直至1981～1982年的萧条后，企业才从低谷中走出（见图1—1）。美国的钢铁和汽车业与其他经济部门有着千丝万缕的关系，因此遭受到激烈的竞争性攻击。外国生产商，特别是日本的生产商，制造的产品质量更好、价格更便宜。在家用电子产品市场上，日本也抢走了很大的份额。[1]



说明：收益率等于税前收入加利息除以有形资产。

资料来源：James Poterba, "The Rate of Return to Corporate Capital and Factor Shares", MIT and NBER Working Paper, March, 1997。

图1—1　公司获利能力（1959～1996年）

一度傲视群雄的美国公司，如通用汽车公司、美国钢铁公司和RCA，都陷入了衰退中。处在经济核心地位的成熟行业成为了自鸣得意的寡头，对稳定的渴求取代了利润最大化和价格竞争。劳工关系演变为行业范围

〔1〕大量文献讨论了这些趋势。乔治·大卫·斯密(George David Smith)和戴维斯·代尔(Davis Dyer)概述了其中一些历史文献。参见：George David Smith & Davis Dyer, "The Rise and Transformation of the Modern Corporation", Karl Kaysen, *The Corporation Today*, ed., (New York: Oxford University Press, 1996)。美国企业的相对衰退并不只是因为日本劳动力成本低，更重要的是美国技术能力和组织能力的严重衰退。参见：Paul Tiffany, *The Decline of American Steel: How Management, Government and Labor Went Wrong* (New York: Oxford University Press, 1988); David Halberstam, *The Reckoning* (New York: Morrow, 1986); Alfred D. Chandler, Jr., "The Competitive Performance of U.S. Industrial Enterprise since the Second World War", *Business History Review*, 68 (Spring 1994), pp. 1～72。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内的集体谈判模式，工资和福利的增长被打入商品和服务的成本中。公司的奖励机制有利于行政官僚（他们知道如何管理公司的政治），而不是具有创业精神的离经叛道者（他们更有可能发起改革）。董事会普遍没能使上市公司的经理们负起责任来，这使问题更加严重。如果董事会要求经理们负起责任，经理们可能会更努力地创新、降低成本和更好地重视客户需求的变化。[1]

与此同时，美国证券市场的结构也在逐步转变——这种变化也许能为恢复股东的影响力提供一些途径。在战后的一段时间里，上市公司的典型股东是一个富有的或至少是中上阶层的人或家族，现在却是机构投资者。养老基金惊人的增长和互助基金的日益普及，开始把小投资者的股票投资重新集中在较少数水平高超的经理们管理之下。然而，这一趋势并没有直接导致股东影响力的恢复，因为在战后时期里，使心怀不满的股东难以纠正不良管理的政府政策越来越多。[2]

战前的立法和管制限制互助基金拥有任何一家公司10%以上的股份。1974年，国会通过了《退休保障法》（简称为ERISA），要求养老金广泛分散其投资组合以便保本，并使发生巨额损失的成本最小化。ERISA严重限制了公共养老基金的经理们集中自己的影响力于任何一个公司的能力。并且，由于公司执行人员一般持有对其公司的私人养老金的控制权，他们能够有效地限制其他来源的潜在的股东积极主义。所有这些都保证了投资组合分散化的实现，但弱化了机构投资者对公司经理可能拥有的监督权。总而言之，一切正如法律史学家马克·劳对情况的描述：

> 法律有意削弱金融机构持有大量股权——而金融机构持有大量股权会促进对经理的严厉监督——的能力。银行……不能持有股份。互助基金一般不能拥有一家企业大量股份。保险公司只能把投资组合的极小部分投资于某一家公司的股

---

[1] Mark Roe, *Weak Owners, Strong Managers* (Princeton University Press, 1994); Joseph Grundfest, "Subordination of American Capital", *Journal of Financial Economics*, 27(1990), pp. 89～114.

[2] Jonathon Barron Bakin and Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance* (New York: Cambridge University Press, 1997), p. 288。到70年代末，反托拉斯法、治理股票收购的联邦法规和各州的反接管立法等使得把管理阶层赶下台变得十分困难……信托责任也迫使保险公司、互助基金和养老金规避把所有权集中在少数几家企业中所带来的风险。并且，1974年的《退休保障法》(Employment Retirement Safety Act, ERISA)禁止养老基金派代表担任公司董事，除非他们拥有与企业有关的才能，而且，管理阶层能够实施"毒丸"防御战术……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票上。养老基金拥有股票，但面临着限制，并被企业经理控制而不是控制企业的经理。[1]

因此，虽然经理们一般宣称，他们的行动建立在他们保护股东利益的信托责任基础上，但他们基本上可以自行其是——和过去相比，有过之而无不及。成熟行业的执行经理们自行其是、办事官僚，倾向于墨守成规而不是变革，追求增长而不是效率。大量的经理过度投资于浪费性项目上，仅仅为了增长的目的而收购资产。他们不是把盈利返回给股东，而是投资于建设自己的独立王国，根本不关心股票回报率。严重的经理机会主义还反映在臃肿的公司总部的建立上，反映在公务飞机、加长轿车、游艇和疗养地的购买上，反映在对利润毫无促进作用的豪华旅行和著名体育赛事的资助上。一些经理没能足够地投资于能使公司应付市场变化、全球竞争和放松管制的挑战上。

即使股东们认识到经理的无能或机会主义，他们也无可奈何。现代司法判例中所谓的"经营判断规则"，帮助经理们不因滥用公司资产而被起诉。只在极少数的财务危机情况中，有银行关系的外部董事才会被迫采取行动。除非情况变得如此糟糕以至于董事自己可能要承担责任，否则，俯首听命的董事会不会使碌碌无为的经理负起责任。根据法律，持有异议的少数股东可以求助于高成本的代理投票权争夺战，来把在他们眼中更友好的董事安置到董事会中，然而，这类活动几乎总是竹篮打水。[2] 心怀不满的所有者只剩下出售股票这最后一条路可走，随着这种行为愈益频繁地发生，经理们认为，股东如白驹过隙，使得他们无法关注企业的长期利益。



如果简单地把股东看作是缺位所有者，这种说法有其合理之处。公司股东毕竟不是传统意义上的所有者；他们的权利是间接的。譬如说，根据公司法，股东没有权利管理或处置他们的股份所代表的资产。他们甚至没有权利占有其股份所代表的实物资产。

然而，他们有权选举董事会，由董事会选择执行经理；经理们最终对股东负有特殊的信托责任，对企业的其他组成人员并不依法负有这种责任。

只有具有完整的经济意义，这一责任才是至高无上的。作为公司资产

---

〔1〕 Roe, "Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies", pp. 7~41.

〔2〕 John Pound, "Shareholder Activism and Share Values", *Journal of Law and Economics* (October 1989), pp. 357~379.

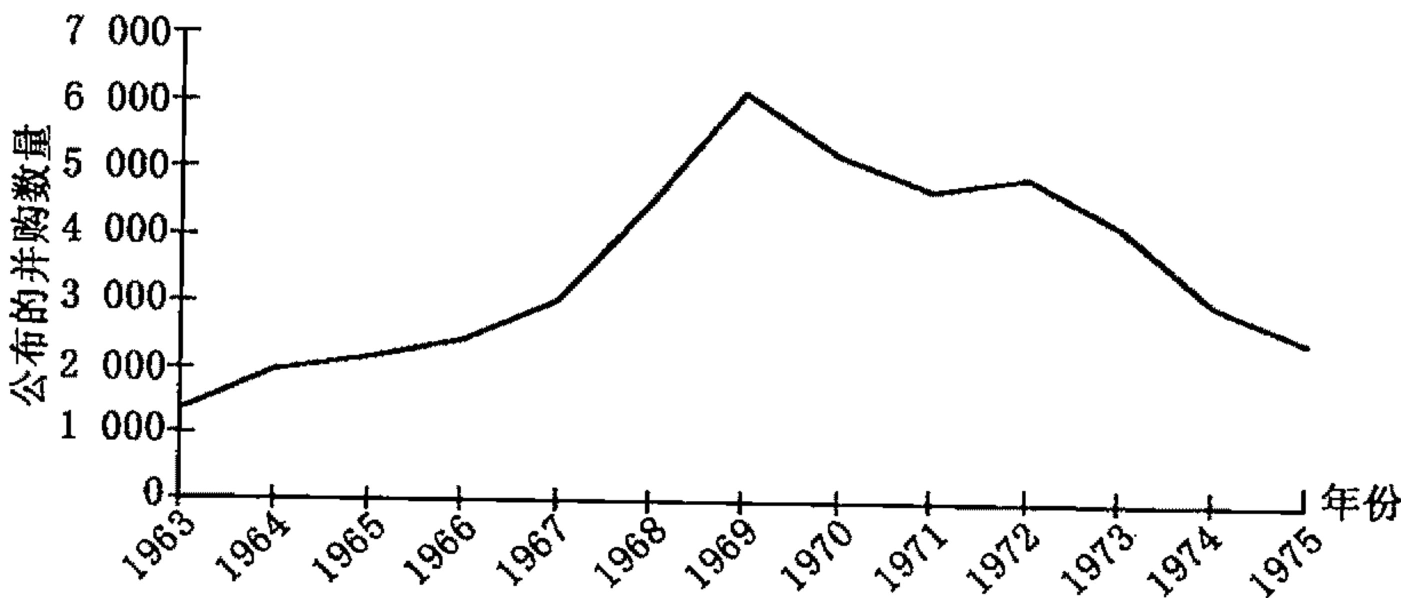
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的剩余索取者，即在企业清盘时最后（在供应商、债权人和工人之后）获得支付的人，股东作为一个阶层在资产的长期健全性上有最大的利益。因此，通过努力管理资产以最大化股东的利益，经理们必须努力最大化他们的效率；而在长期，这会对社会产生最好的经济结果。一切削弱经理们对股东的责任感的因素，都会削弱追求公司长期效率的动机，并强化经理的机会主义动机。

经理机会主义和联合型合并浪潮

经理机会主义在美国第三次并购浪潮中表现得最为明显。这次并购浪潮于 1963 年开始，6 年后达到顶峰。当时公布的交易数量为 6 107 笔（见图 1—2），这一历史最高纪录直到 1996 年才被打破。反托拉斯政策在这次合并浪潮所采取的形式中再次发挥着作用，但作用方式与以前不同。阻止反竞争性合并的管制的加强，导致患有扩张饥渴症的经理为其盈余资金寻求新的出路。（增发股利不是他们偏爱的出路。）在理财上手段高明的经理们一马当先，把不相关行业中的公司集中在一起。在 1965 年后的 10 年中，在所有的并购活动中，约 80％为这种“联合型”合并。[1]



资料来源：Mergerstat Review，1989。

图 1—2 公布的并购数量（1963～1975 年）

在巅峰时期，联合型收购一般用股票融资，股票价值在牛市中普遍上涨。具有讽刺意味的是，许多联合型合并是由利用税法中的漏洞和会计

---

〔1〕 Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, chapter 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操纵实现短期股价上涨的企图推动的，而不是为了改善基础资产的经济价值。在通过合并组成的联合型大企业利顿公司报告了收益不良、股市走低和税收优惠被取消之后，联合型合并浪潮开始消退。这些因素加剧了市场对联合型战略在长期里增加资产价值的怀疑。然而，联合型并购活动依然以相当稳健的步伐继续前进。在1974年以前，每年总的合并水平依然维持在4 000笔以上；1974年，合并活动因国际石油危机而急剧减少。

联合型合并浪潮为什么持续如此之久？联合型合并在很大程度上是由不甘落后的心理驱使的，和其他经营热潮一样，得到了咨询专家、企业评论家和执行人员的首肯。当时认为，高超的管理技术能使技术高明的经理们管理各种各样的业务。在没有有力证据的情况下，把联合型合并说成通过良好协调的高度分散化资产的合并，实现"协同"、更低的资本成本和范围经济是再简单不过的。不是每个人都赞同这种说法，史学家钱德勒就对这一现象表示担忧，高级经理"通过分散化实现增长——收购他们在其中几乎没有任何组织能力为其提供竞争力的行业，从而忽视了经理型企业的逻辑。"[1]联合王国的建立"满足了"经理们所提出的更高的薪水和津贴，经理机会主义逻辑无处不存。

少数联合型企业持续实现了优良的长期经营成果——通用电气公司和艾默生电气公司是其中最持久的成功例子——但这类长期成功一般只发生于公司总部更像是分权的控股公司那样运转的情况下，把自己局限于收购、融资和监督的职能上。大多数联合型企业的缔造者无法抵御"管理"的诱惑，用大量行政公文压得下属公司不堪重负，不断地干预决策。ITT公司著名的哈罗德·格尼就是这种人。格尼自认为能通过强有力的财务管理控制大量互不相关的企业，在1959年到70年代后期，他在全世界收购了约350家公司，使他的经营经理们陷入了混乱的责任关系中。ITT的每个层次都充斥着永无休止的会议和不可计数的报告。在格尼尚未吹嘘完自己的功绩之前，他一手炮制的臃肿、低效和腐败的联合帝国就开始摇摇欲坠了，瞅准机会的买家大快朵颐，把它搞得四分五裂。[2]

[1] "The Enduring Logic of Economic Success", *Harvard Business Review*, March-April, 1990.

[2] Harold Geneen, *Managing* (New York: Avon Publishing Company, 1984).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大部分联合型收购在财务上都令人失望。[1] 大量的联合型合并走入歧途，这从最后的大规模的资产出售浪潮中可见一斑。最初着迷于合并的投资者最终如梦方醒。1983 年西部海湾公司的收购狂人、首席执行官查尔斯·布拉德赫恩去世的消息使股票市场如此振奋，以至于投资者由于急切盼望着企业分离而抬高了公司股价。[2] 其他的联合型大企业却没有如此地负责任，失望的股东无法使地位稳固的经理们改弦易辙。

经理机会主义表现得尤为显著的一个领域是美国的石油工业。第一次和第二次石油危机后，原油价格飙升，与此同时，在美国国内发现石油储备的概率却在下降(勘探成本上升)。在这种情况下，大石油公司的经理们表现出极强的占用公司闲置现金流量的动机。一方面，利润滚滚而来；另一方面，在勘探和开发上，进行生产性投资的机会廖廖无几。经理们开始在不相关的领域中大肆收购。大部分收购活动的价值并不明朗：艾克森公司收购和美孚公司收购是这个行业里的两次代价最为惨重的错误。1984 年，《财富》杂志分析了前十年里的七起最糟糕的合并活动，[3]其中有四起发生在石油工业中。也正是在这一行业里，最早出现了所谓的“公司控制权市场”。

公司控制权市场

随着联合型购并浪潮开始消退，一种新的机制出现了，它使失望的股东有机会出售所持有的不良资产的股票。标价收购(Tender Offer)使买方能够绕过首席执行官和董事会，直接向股东发出收购倡议。一般情况下，标价收购能使股东有机会以大大高于当期市场价值的价格出售股票；另一

[1] Steven N. Kaplan and Michael N. Weisbach, “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures”, *Journal of Finance*, No. 1 (March 1992), pp. 107～138. 关于联合型组织的重要研究还有：Richard P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic Performance* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1974); Milton T. Leontiades, *Managing the Unmanageable: Strategies for Success within the Conglomerate* (Reading, MA: Addison Wesley, 1986)。

[2] Rober Sobel, *The Rise and Fall of the Conglomerate Kings* (New York: Stein and Day, 1984), p. 190.

[3] Ann Fisher, “The Decade's Worst Mergers”, *Fortune*, April 30, 1984.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面，买方看到了资产增值的潜力，愿意为股份支付溢价。在许多情况中，对于业绩不良的经理，这可谓是噩耗，他们很可能会被新所有者撤换。在某些情况中，买方可能会保留原来的经理；但是，在如何管理资产的问题上，彼此间会达成新的协议或默契。而更经常的情况是，标价收购与公司袭击或"敌意"接管企图——受到目标公司董事会抵制的接管企图——结合在一起。

不友好的接管和标价收购都不是新事物。19 世纪，杰伊·古尔德对脆弱的铁路公司屡屡发起进攻。60 年代，当标价收购在美国作为收购小企业的方式变得流行时，在英国它已经发展至炉火纯青的水平。标价收购被主要用于非自愿收购的事实，导致了《威廉姆斯法案》在 1968 年获得通过。该法案针对标价收购规定收购方在累计持股达到公司股份的 5%时，必须披露其持股情况和持股意图。在 20 个营业日里，买方购买控股权的要约是开放的，股东在这一时期里作出决策。该法案的两个效应使得标价收购—— 一般被认为是不名誉的——具有吸引力。首先，在此前对标价收购不屑一顾的银行家眼中，对标价收购施加管制的事实本身实际上使标价收购合法化了。它也使目标公司董事会有时间加强对接管的防御或者从友好的"白衣骑士"那里获得更高的报价，这几乎总会提高现有股东所得到的溢价。

1973 年，当国际镍公司在一场白热化的控制权争夺战中收购了 ESB 公司时，作为收购大公司的手段，标价收购进入了美国人的生活，也正是在这场争夺战中，有了"敌意接管"这个词。这次收购，虽然在事后看来，是投资失误，但在当时却激发了类似的行为。两年后，联合科技公司的哈里·格雷对奥梯斯电梯公司——哈里·格雷认为这是一家价值被严重低估而资金丰裕的公司——进行了一场成功的攻击。奥梯斯从管制阶层的撤换中受益，迅速扭转了颓势，成为一个优秀的投资项目，为母公司有效地创造出现金流。柯尔特公司在一次极其惨烈的收购战中收购了加洛克公司后，敌意接管变得太平常不过。[1] 大大提高接管成本或降低目标公司价值的

[1] Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, pp. 3～40. 该书对 70 年代这三起敌意接管作了深入的概括。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司接管防御机制——“防鲨网”、“毒丸”——也是如此[1]。

可通过接管双方赚取大量费用的投资银行家和公司律师逐渐成为了收购方的信息来源，他们为之提供可能的目标。随着接管的流行，引发了对“价值被低估的”公司的其他形式的抬高股价的投机，如股票套利和“绿色邮件”。这些活动共同构成了一个新型公司控制权市场——在这一市场上，转让所有权的过程能被用以驱逐经理——的组成部分。

最早抓住机会、利用市场争夺管理控制权借以不断提高股票价格的是布恩·皮肯斯。他对大石油公司发起了一系列攻击。皮肯斯认为，这个行业中的公司基本处于清算状态，石油储藏耗竭的速度快于更新速度。在这种情况下，这些公司释放出大量资金，经理们在勘探和开发以及没有关系的收购上大手大脚地挥霍（和浪费）。认识到经理们在挥霍闲置现金流，股票市场的反应是低估石油公司的股票价值，以至于已查明的石油储藏的价值常常超过在纽约股票交易所挂牌的石油公司的总价值。当时一个流行的笑话是，在华尔街上能买到更便宜的石油。

皮肯斯想出的解决办法是用他所谓的油田托管方式重整石油公司。石油公司通过这种机制把其石油储藏直接甩给股东，股东进而从出售储藏中直接获得利润。和在缴纳了公司所得税后实现的利润相比，这种方式在税收上得到了更多的好处。比税收上的好处更重要的是，皮肯斯提出的这种安排剥夺了石油公司经理们对很大一部分资金的控制权，以及他们所经营的其他业务，包括炼油和天然气零售业没有了此前从出售石油储藏中所得到的交叉补贴。油田托管重组能迫使经理们放弃其经营中产生的闲置现金流，而以一种更受约束和更有效率的方式管理企业。[2]

皮肯斯没能使石油公司采纳他的建议，但他对市政服务公司，海湾石油公司和尤特科公司的敌意进攻产生了一些他所希望的结果。这些目标公司最终被“白衣骑士”——目标公司董事会所偏爱的买方——收购。最

---

[1] 公司使用一系列的防御措施对付敌意接管——从诉讼和其他形式的拖延战术到更正式的“防鲨网”，如规定“公平价格”、财务重整、董事选举和多数投票等公司章程条款。“毒丸”是在没有股东正式批准的情况下，经理们可以用于在控制权变更时降低公司对潜在收购方具有的价值的防御措施。这类战术包括由接管企图引发的资产出售或所谓的“股东权利方案”——根据这一方案，在接管事件中，目标公司可以宣布以折价购买增发股票权利的形式获得普通股股利。

[2] T. Boone Pickens, *Boone* (Boston: Houghton Mifflin, 1987); T. T. Boone Pickens, "The Restructuring of the Domestic Oil and Gas Industry", Daniel Yergin and Kate Garnick, *Reshaping of the Oil Industry: Just Another Commodity?* Cambridge, MA: Cambridge Research Energy Associates, 1985.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终拥有这些资产——包括石油储藏——的公司不得不借入大量债务为收购活动提供资金。由于收购过程抬高了股价，它们只能以这一更高的价格向原来的股东提供高额的现金支付。由于这一支付是由通过出售石油储藏而获得的资金支持的，因此这一过程在很大程度上起着和油田托管相同的功能，其基本动机——把闲置现金流分配给股东；这和实现价值的另一技术——杠杆收购——相同。

皮肯斯和其他公司袭击者引发了更多的目的在于释放那些价值被低估的公司的闲置现金流和提高其股票价格的接管活动。时机已经成熟，许多机构股东尽管完全知道哪些公司没有充分发挥潜力，但他们在影响管理阶层的能力上受到限制。他们持有的任何一家公司的股权都受到管制和信托规定的限制，并且他们没有——或者由于利益冲突无法——参加董事会。标价收购和公司袭击者至少向他们指出了，如何把所持有的股权卖出一个好价钱。

敌意接管始终没能在全部并购活动中占到较大比重（见表 1－1），但它们明显地以大公司为对象，仅仅凭敌意接管的威胁就激发了带有先发制人性质的友好并购活动的增加。1981 年以后，随着公司控制权市场蒸蒸日上，通过杠杆收购协调经理和股东利益的机制尚未被应用到大公司身上。KKR 1979 年对侯戴勒公司—— 一家公众公司——的收购，金额达 3.8 亿美元，预示了这种情形有朝一日终会出现。侯戴勒公司的例子使许多提心吊胆的首席执行官（和他们的投资银行家）相信，管理阶层的杠杆收购可能是对敌意收购的友好替代。并且，还有另外一个结果，一个从历史角度看更为重要的结果：如果管理阶层收购的基本原理适用于其他大公司，那么，金融家们就能以高度建设性的方式参与董事会了。这种情形一旦发生，钟摆就又荡回到了金融资本主义——限制经理的自主权和更谨慎地使用公司资源。

表 1－1　　美国 1974～1992 年公布的并购活动、标价收购和标价收购争夺战

年　份	公布的并购活动	标价收购	标价收购争夺战
1974	2 861	76	12
1975	2 297	58	20
1976	2 276	70	18
1977	2 224	69	10
1978	2 106	90	18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

年　份	公布的并购活动	标价收购	标价收购争夺战
1979	2 128	106	26
1980	1 889	53	12
1981	2 395	75	28
1982	2 346	68	29
1983	2 533	37	11
1984	2 543	79	78
1985	2 001	84	32
1986	3 336	150	40
1987	2 032	116	31
1988	2 258	217	46
1989	2 336	132	28
1990	2 074	56	8
1991	1 877	20	2
1992	2 574	18	2

说明：本表原著未标明单位。——编者注

资料来源：*Mergerstat*，1994。

KKR 和第四次浪潮

KKR 在第四次并购浪潮中成熟起来。在这次浪潮出现时，美国正走出 1981～1982 年的衰退。全球竞争使美国传统核心产业的缺陷暴露无遗。在许多行业里，市场和技术的进步导致资产老化、人员冗余。航空、卡车运输、通讯和银行业的管制逐步放松，也暴露了这些行业中的能力过剩。联合型购并热使公司背上了庞大、无效率或管理不善的经营包袱。投资从制造业转向服务业、能源短缺、高通货膨胀、利率上升、就业下降，所有这一切进一步促进了自大萧条以来对美国企业体制的最严重的信仰危机。公司利润达到了战后的最低点，许多大公司劳动生产率很低，管理能力普遍丧失。

80 年代的并购浪潮解决了这其中的许多问题。宏观环境的变化提供了契机。1982 年 8 月，美联储放松了 1979 年为扼制高通货膨胀率采取的信用紧缩政策。随着长期债券利率的下降，债务融资更具吸引力。反托拉斯政策也发生改变，司法部和联邦贸易委员会通过政策规定和对个案的处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，表示它们不大愿意对合并活动采取行动，除非根据严格的经济学分析，合并活动可能导致低效率。[1] 于是，并购交易的数量迅速接近 1968～1974 年间的水平（见表 1—2）。

表 1—2　美国 1981～1990 年间完成的并购、杠杆收购，以及 KKR 的杠杆收购

年份	并购	杠杆收购	杠杆收购在并购中所占比重(%)	KKR 进行的杠杆收购	在所有杠杆收购中 KKR 所占的比重(%)
1981	2 328	99	4.3	7	7.1
1982	2 299	164	7.1	0	0
1983	1 395	131	9.6	3	1.2
1984	3 176	254	8	6	2.4
1985	3 490	255	7.3	4	1.6
1986	4 471	339	7.6	2	0.3
1987	4 037	279	6.9	3	1.1
1988	4 049	381	9.4	3	0.5
1989	3 766	371	9.9	1	0.3
1990	3 663	224	6.1	0	0

资料来源：*Mergers and Acquisitions*，*Almanac and Index*（1987，1997）；KKR Paper。

与以前的并购浪潮不同的是，在这次浪潮中，由富有进攻意识的投资银行家、公司袭击者和股东积极主义推动的敌意接管和杠杆收购起着重要作用。第四次浪潮的另一特征是外国人的参与加强，特别在 1986 年美元价值相对下降和资本增值的联邦税率下降以后。1987 年 10 月的股票市场崩溃，使这次浪潮陷于停顿，接着又暂时反弹。最后，由于金融丑闻、银行业和房地产业危机、政治干预和所谓的垃圾债券市场的崩溃而搁浅。到 1990 年，它实际上已经结束。

但是，世事变幻，1990 年，美国经济出现了强有力的复苏信号：通货膨胀得到控制；股票市场走高，开始了历史上时间最长的牛市。美国创业精神的回归勿庸置疑；在传统的经济中心，甚至大大小小"长满铁锈"的公司也从蛰伏中醒来，焕发了第二次世界大战以来几十年里所未有过的活力。

[1] Martin Feldstein，*American Economic Policy in the 1980s*，Chicago：University of Chicago Press，1994，pp. 600～601.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些累赘，包括没有生产性的联合体和冗员，得到了控制。"导致转变的原因是什么?"国家经济研究所问道。"在许多……公司控制权交易中，趋势是把臃肿的联合型大企业转变为强壮的企业……只专注于几个核心业务的企业。"[1]



在这一环境中，KKR 的成功在于它从业绩不良的资产中攫取价值的能力。从 1977 年到 80 年代，KKR 进行了一系列收购活动，在变幻莫测的经济环境中创造了高额收益。在这一过程中，KKR 把基本的杠杆技术应用于各种行业中，将其发扬光大，同时开发新的资金来源，包括越来越大的股权投资资金来源。随着贷款人对其信任的增加，KKR 筹措股权资金的能力也在提高，这使它走在愈来愈壮大的专业收购企业和投资银行中新成立的收购部门队伍的前面。

随着经验的积累、创新的增加，KKR 于 1984 年对沃迈特克公司的收购是第一笔金额超过 10 亿美元的管理阶层杠杆收购；接下来是对公众公司马龙海德的杠杆收购，这是第一起著名的友好标价收购。接着，在对科尔国民公司的收购中，KKR 与德莱克塞—伯恩海姆—拉姆勃特公司结成了有利可图的联合。德莱克塞出售高收益证券或者说垃圾债券的能力无与伦比，使 KKR 能够为更大规模的收购设计出更复杂的债务结构。1986 年，KKR 以 60 亿美元收购了苦苦挣扎的联合型大企业彼特莱斯公司，这清楚地表明，大公司也可以通过杠杆技术被收购；而在这以前，杠杆技术被认为只能用于收购中小型企业。到 1988 年中期，依靠德莱克塞筹措债务资金的能力，KKR 又购买了 5 家公司，价格在 14 亿美元到 47 亿美元之间(见附录)，所有这些交易巩固了 KKR 作为杠杆收购艺术的主要玩家的名声。1988 年末，KKR 在一次白热化的竞购中胜出，它组织了 310 亿美元资金收购了 RJR 纳比斯科公司。为收购这家烟草巨头，KKR 使用了超过 90%的债务资金——其中很大一部分为次级垃圾债券。

尽管杠杆比率甚高，但 KKR 并不把收购市场作为豪赌的场所。这样做，特别是在早期，在收购还不被了解时，无法说服保守的机构如养老基金和教育基金提供用于收购的股权资金，也不会有这么多的机构——商业银行、保险公司——来购买债务。作为其收购基金的一般合伙人，KKR 必须

---

[1] The NBER Digest, "Takeovers Busted up Conglomerates, Boosted Efficiency", National Bureau of Economic Research, August 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使投资者相信，自看到投资机会的第一眼起到持有所有权的最后一天，风险始终得到控制。只有通过仔细地挑选公司和经理、勤勉尽责、接受价格约束，以及对被收购公司资产负债表审慎地甚至保守地予以重整，才能够降低杠杆收购的内在风险。

KKR 通过其交易技巧和它在被收购公司中努力建立长期价值的名声赢得了投资者的信任。每一起收购的初始融资结构固然十分重要，但收购结束之后的过程更为重要。KKR 深入持久地监督所收购公司的管理阶层和财务绩效。作为董事，KKR 合伙人比传统的公司董事会更严格地监督自己的公司。他们管理公司的融资，不断地考察经理。在公司陷入困境时，他们承担起解决问题的责任，提供咨询，在必要时撤换经理，对债权人忠诚。在经理们提交研究与开发、新资本设备、营销或收购等投资计划时，只要它们与保护优先义务相一致，KKR 一般都予以支持。简而言之，KKR 试图既实现严格的预算控制，同时又不过分限制经理的创造性。

KKR 的收购活动只是杠杆收购交易中的一小部分，而杠杆收购交易又只占全部并购活动的一小部分(见表 1—3)，但意义十分重大。1989 年，KKR 完成的一笔收购的价值等于美国当年全部 371 起杠杆收购值的 2/5。在收购了 RJR 纳比斯科公司后，KKR 辖下共有 35 家公司近 590 亿美元的公司资产，而监督这些资产的仅有 6 位一般合伙人和 11 位专业投资合伙人，加上一个 47 人的职员班子。在《财富》500 强中，只有四家美国公司——通用汽车、福特、艾克森和 IBM 等公司——比它大，但在这些公司的管理总部中，职员数以千计。

表 1—3　1981～1991 年间美国国内并购、杠杆收购和 KKR 杠杆收购的平均值与中位值　　单位：百万美元

年份	并购平均值	并购中位值	杠杆收购平均值[a]	杠杆收购中位值[a]	KKR 进行的杠杆收购的平均值[a]
1981	154	22	N/A	N/A	270
1982	83	15	N/A	N/A	0
1983	58	14	78	38	285
1984	99	15	213	72	849
1985	173	45	206	55	1 311
1986	212	66	394	129	6 765
1987	183	50	397	145	2 776

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

年份	并购平均值	并购中位值	杠杆收购平均值[a]	杠杆收购中位值[a]	KKR 进行的杠杆收购的平均值[a]
1988	188	50	297	131	1 273
1989	171	30	458	83	31 430[b]
1990	108	18	187	42	0
1991	79	11	94	25	315

注：a 杠杆收购值用收购交易的成本表示。

b. 在 RJR 纳比斯科的交易值中，不包括 KKR 对 K-Ⅲ 集团的投资。对 RJR 纳比斯科的收购于 1988 年开始，1989 年完成。

关于 1981 年和 1982 年的杠杆收购值的数据很不可靠，这里没有将其包括在内。这里的数据和前张表中的杠杆收购数据源自不同的数据库，在各年间差异甚大。所以，两张表并不一致；我们的目的只是想说明在时间上的演变趋势和各种并购类型间的相对强度。特别要指出的是，用本表中的交易平均值乘上前张表中的交易数量得到的结果高于对总的交易额的估计。

资料来源：Securities Data Company，KKR 1996 Fund Memorandum.

对杠杆收购的反应：在媒体中的形象

自 1979 年收购侯戴勒公司以来，KKR 的融资活动在媒体中一直有报道。越来越多的竞争对手开始模仿，财务经济学家们辛苦地跟踪研究 KKR。在它收购 RJR 纳比斯科时，KKR 在巨额杠杆融资这个小圈子里已经举足轻重。1986 年对彼特莱斯的收购吸引了几乎所有大公司首席执行官的注意，自此以后，它的影响已不仅仅局限于各大公司的董事会，甚至进入了国会。但对 RJR 纳比斯科的收购却使 KKR 声名狼藉。虽然 RJR 纳比斯科的首席执行官主动出售自己的公司，其董事会也欢迎所有的收购者，但这件交易却被广泛地错误报道为敌意接管。完成了这起工商业史上最大的单笔收购，KKR 实际上成为了大型收购交易——敌意收购和友好收购——的同义词。KKR 也从报纸的企业版走上了头版，淹没在媒体的火力之中。

各种传说漫天飞。接管专家、套利者、垃圾债券经销商等吓坏了公司经理，也吓坏了公司雇员，激起了政治家的怒气。这为杂志、电影剧本、电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视剧本和小说提供了丰富的文学素材。如果说80年代有时代形象的话，那就是金融界中光芒四射的反面英雄——现实世界中的米尔肯和卡尔·艾科恩以及电影和小说中的高尔顿·吉克斯。“袭击公司者”、“寄绿色邮件者”和“接管艺术家”等说法充斥着现代道德作品。赤裸裸的贪婪和对他人生活与职业的漠视正是由“创造性破坏”导致的遍及整个经济的浮躁情绪——与技术进步和全球竞争联系在一起的必然变化——的根源。

在巨额杠杆融资领域中，许多人是贪婪的恶棍，这样说并不为过——伊万·波斯基和丹尼斯·莱温等就曾大肆进行内幕交易和操纵股票价格。他们都进了监狱，媒体也广泛报道了他们的官司。纽约市长的热门人选鲁道夫·朱利安尼作为联邦地区检查官，巩固了自己作为受欢迎的政治家的形象，通过逮捕、关押和起诉形形色色的白领罪犯，他使街头小报和《纽约时报》的读者谈虎色变。其他进行购并活动的金融家，虽然在交易中没有触犯法律，可也同样道德沦丧——他们被普遍认为对受其影响的资产或人的命运漠不关心，是冷血动物。

杰瑞·斯特内的《别人的钱》是一部非常好的电视剧。该剧谈到了美国人对巨额杠杆融资的矛盾心理，片中的主人公叫拉里·清盘者·加芬克勒。拉里在一家“价值被低估的”多元化经营的制造企业中举足轻重——用华尔街的行话说，是一个“熊抱”，其职责是劝说管理阶层出售企业。剧情围绕着他完成一起敌意接管的企图展开。他告诉自己的猎物，他“要把（公司传统核心业务）电线和电缆部门——在财务上这是一块恶性肿瘤——清理掉”。处理掉厂房和设备，解雇多余的工人，然后出售养老金，这样，他就能使公司剩余资产的价值翻一番，从每股14美元上升到25美元。在对犹豫不决的股东们讲话时，这家企业的颇有绅士风度的首席执行官痛骂蛮横的袭击者是没有人性的秃鹫，他们叼走了企业的骨架，而这家企业曾经历了“无数次衰退、大萧条和两次世界大战”，他们这样做的目的只是为了攫取纸面上的利润。他说：“相比之下，过去的恶棍们至少还有一丝残存的天良。”



管理阶层赢得了所有人的支持，却没占到道理。而拉里求助于股东的皮夹子，虽然许多股东是四面楚歌的首席执行官的老朋友，但拉里最终胜出。拉里人品差、贪婪、极尽操纵之能事，但有一点不容置疑，那就是他对公司所有者有利。他告诉股东们，他们的投资被善良却无能的经理们挥霍一空。他支付的价格将高于其股份的当期价值。拉里这样的人不讨人喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



欢，但他说的在理；他以牺牲其他人的利益养肥了贪婪的所有者。[1]

事实是否像拉里所宣称的那样呢？经济学家们会说，企业的资源配置不当，把这些资源投资到别处会更有利。

在实际生活中，一些德高望重的金融家，如沃伦·巴菲特，通过取得对管理不善的资产的控制权和改良这些资产，赢得了普遍的尊重。巴菲特和其他购买"价值被低估的"公司的人，并不只是收购、剥离和出售资产；他们明确支持所控制的资产的长期价值的提高。而这几乎总是意味着，在中、长期甚至在短期里，增加资本投资、增加就业和提高劳动生产率。

巴菲特成为了美国人心目中的英雄，描写其生活和投资技巧的畅销书层出不穷。[2] 管理阶层收购也有基本类似的结果，但是，这一事实鲜为人知。

一方面，公众越来越关注合并的影响；另一方面，关于这一现象的主要信息来源是新闻记者。财务经济学家和法律学者进行着更系统的研究，但他们的研究成果发表在专业刊物上，并且是以很难诠释的语言和方程式表达的。他们的发现要渗透到大众媒体中往往需要几年的时间。[3] 这就使公众被肤浅的新闻报道左右，而且，大部分报道并没有把杠杆收购与整体收购现象区分开来。

但是，并不是所有的新闻记者都盯住问题不放。许多人，特别是高档次的商业报刊，譬如《巴伦周刊》或《经济学家》，欢呼公司接管和收购重整的清洁作用。[4] KKR 创造性的杠杆技术和对投资的成功经营获得了普遍好评。新闻报道关注的是投资收益，但一般都忽视了收购对公司结构和

---

[1] Jerry Sterner, *Other People's Money: The Ultimate Seduction* (New York, 1991), p. 28, p. 82.

[2] 较近的一本传记是罗格·洛温斯坦(Roger Lowenstein)的《巴菲特：一个美国资本家的成长》(*Buffett: The Marking of an American Capitalist*, New York: Doubleday, 1996)。

[3] 并非无人有兴趣于此。在有些起着中间传递作用的刊物(如《哈佛商业评论》)上，学者们把自己的研究成果介绍给企业界读者。参见：Michael Jensen, "The Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, 5 (1989), pp. 61～74。詹森的这篇文章就是批判经理型公司的一篇檄文，文中赞美那些为股东利益行动的人所进行的重整活动。这篇文章引发的读者来信多于《哈佛商业评论》上其他任何一篇文章。

[4] 1979 年 9 月 24 日发表于《巴伦周刊》上的论文"高压线般的金融：杠杆收购带来收益和风险"(High-Wire Finance: Leverage Buyouts Offer Plenty of Reward, Risk)对早期的一些收购活动作了精彩的评析。文章指出，KKR 把管理阶层的激励与股权绩效挂钩所实现的成就和重要性需要耐心去等待。《经济学家》(*The Economist*)关于并购的讨论(1998 年 3 月)重申了这份杂志多年里一直坚持的观点——杠杆收购创造的价值高于一般合并。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理行为的长期影响。[1] 新闻记者报道他们的所见所闻，包括对债务市场正失去控制或被腐败势力扭曲等时时出现的担心。[2] 在每天的报道中，总会看到这一切；但是，由于新闻记者关注的是瞬间的历史事件，他们很难高瞻远瞩。

80 年代末出版了许多记录华尔街不当行为的纪实作品。其中确有一些佼佼者；但是，在大部分书中，金融家变成了一群醉心于贪婪、腐败和公司阴谋的恶棍。书中的中心人物是流氓成性的强盗，包括一些新出炉的家喻户晓的名字，如皮肯斯、艾科恩和詹姆斯·戈德史密斯爵士这三个著名的、赤裸裸的"袭击公司者"。书中的配角是一些腐败贪婪的恶魔，如波斯基、莱温和马丁·西格尔，甚至还有《华尔街日报》的福斯特·威安斯，他利用自己专栏记者的身份收集内幕信息，帮助自己的朋友利用内幕信息进行交易来赚钱。在华尔街的大人物中，米尔肯最为传奇，也因此成为了公司重整浪潮中的主要人物，他是个异端分子，能筹措到大量债务资金，把资金交给公司接管战场上的侵略者。他的企业德莱克塞是巨额杠杆融资领域中的恶魔帝国——冷酷无情，不合潮流，与华尔街上声名显赫的银行没有联系，是公司首席执行官的死对头。在这些书籍的作者把视线放在收购专家身上时，他们基本上沿用同一视角审视他们，不放过其人格的每一小部分，却忽视了其经济行为的更大影响。对贪婪这一社会恶因的控诉，取代了对资本主义社会中财富创造的原因和结果的更深入的反思。

十分奇怪的是，KKR 尽管声名彰著并具有新奇性，但对大部分猎奇的新闻记者来说却不值得大书特书。这也许因为 KKR 让人索然无味。在它的合伙人中，除了克拉维斯外，即使用华尔街严格的标准来判断，其他人皆默默无名。克拉维斯封闭的高品味的社会生活一直为新闻界密切

---

[1] N. R. Kleinfield, "Kohlberg Collects Companies", *New York Times*, December 12, 1983; Irwin Ross, "How the Champs Do Leveraged Buyouts", *Fortune*, January 23, 1984; Stephen Maita, "Kohlberg, Kravis, Roberts Lets Its Deals Do the Talking", *San Francisco Chronicle*, November 25, 1985; "King of the Buyouts… ", *Wall Street Journal*, Apirl 11, 1986; Carol J. Loomis, "Buyout Kings", *Fortune*, July 4, 1988.

[2] 人们对债务市场的焦急心情在 70 年代末至 80 年代末的评论中屡见不鲜。这种焦虑心情甚至在专家中也始终存在，这使得人们很难确定真正的危机会在何时发生。《福布斯》(*Forbes*)杂志最近的一篇文章又敲起了警钟。参见：Matthew Schrifrin, "LBO Mania" (March 9, 1998), pp. 128～134。该文章的作者认为，养老基金和其他机构正被杠杆收购企业的花言巧语迷惑，盲目投资于"杠杆游戏"中。后者操纵收益数字，糊弄手段高明的投资者不断投钱进来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注。除了 RJR 纳比斯科公司，KKR 的其他公司收购活动并不让人胆颤心惊。随着这一时期无数内幕交易被曝光，KKR 证明了自己的清白。康宁·布鲁克在他的《掠夺者》一书和詹姆斯·斯独尔特在他的《贼窝》一书中指出，在搞垮米尔肯、波斯基和莱温等人的丑闻中，杠杆收购交易无处不在。但是，KKR 的合伙人却没有与那些从 KKR 的交易中非法谋利的人为伍。1989 年，德莱克塞公司的新星西格尔承认，在担任 KKR 几起收购活动的外部咨询专家时，利用内幕信息为自己的朋友积累财富。在谈到西格尔的案子时，一直对阴谋犯罪感觉敏锐的斯杜尔特却把一个卖点放在了脚注中。西格尔如果不与政府合作会被判入狱数年，因此，他毫不犹豫地供出了自己的同伙。但是，他却无法把野心勃勃的检查官们最想得到的头面人物克拉维斯交出来。西格尔说，在 KKR，没有什么不当的地方。[1]

新闻界无法指责 KKR 和其他收购企业有违法行为。他们黔驴技穷，只能在道德层面上进行批判。这种攻击的本质在迈克尔·刘易斯的《骗子的手法》一书中表露无遗，该书是刘易斯对自己在华尔街经历的描写，出版于 1989 年。在书中，他没有像对其他人（特别是他以前在所罗门兄弟公司中的同事）那样，对杠杆收购专家冷嘲热讽。如果说有什么原因的话，那就是从事杠杆收购的人都过于聪明，而无法对其嘲弄。他们一方面收取巨额费用，另一方面设法把大部分交易风险转嫁给有限股权合伙人和债务的机构持有者，并最终转嫁给纳税人（他们用不课税的债务利息替代课税的股票股利）。在刘易斯的著作中，就像关于华尔街的大部分当代流行读物一样，收购企业、垃圾债券交易商、公司袭击者，甚至更传统的金融中介机构被混为一谈，是具有神秘色彩的马贼。

甚至肯花功夫“调查”收购行动的新闻记者也对它深恶痛绝，认为与交易中的杠杆联系在一起的公司出售和解雇活动导致了社会动荡。苏珊·法鲁迪于 1991 年发表于《华尔街日报》上的关于收购萨弗维公司后果的重

[1] Connie Bruck, *The Predator's Ball: The Junk-Bond Raiders and the Man Who Staked Them* (New York: Simon and Schuster, 1988); James B. Stewart, *Den of Thieves* (New York: Simon and Schuster, 1991), p. 467. 斯图尔特(Stewart)的著述可谓是典型的民意代表。在序言中(pp. 16～17)，斯图尔特把许多个人的犯罪行为看作是华尔街上集体“犯罪浪潮”的一部分，“整个公司的所有权常常以目不暇接的速度被迫易手”。他指出，有成千上万的雇员失去工作，许多企业被重整和被迫破产。他说，所有这些“说明了这个国家的金融市场是如何从内向外腐败的，又是如何被用于犯罪目的”。

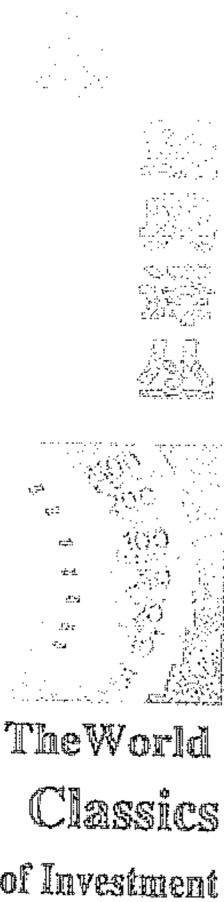
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

磅文章，记录了那些生活和心理被收购之后的公司所折磨的工人的故事，读来催人泪下。这篇文章迅速成为了商学院伦理课程的必读材料。[1]

由于对 RJR 纳比斯科的收购，三本关于 KKR 的书——全部出自《华尔街日报》的记者之手——迅速问世。两本书几乎于 1991 年同时推出，其中一本质量远远高于另一本，堪称是对 KKR 历史的可靠记录。萨拉·巴特里特在《货币机器》[2]中的描写带有敌意并搀杂着谣言；而乔治·安德斯的书更理智、研究成分更多，他用大量证据说明了 KKR 交易活动具有的价值创造作用，详细可靠地记录了 KKR 作为一个机构的演变过程。问世之后，安德斯的书迅速把巴特里特的书赶出了市场。安德斯敬佩笔下人物的创造性，但谴责他们的成功。他的结论就像书名一般乏善可陈——《债务商人》。安德斯认为，KKR 在交易中大量运用债务，虽然富了企业和它的有限合伙人，却是通过利用税收漏洞和公司规模的急剧缩小做到的，不言而喻，是以牺牲纳税人和工人的利益为代价的。[3]

令安德斯遗憾的是，他被另一本在商业上极为成功的书——《门口的野蛮人》——抢了先手。这本书问世于 1990 年，它对 KKR 的描述要更狭窄一些，却更为生动，能给人留下更深刻的印象。作者是布莱恩·巴罗和约翰·海勒，他们娴熟详尽地用戏剧化的手法展示了对历史上最大收购对象的控制权的激烈争夺。在他们令人眼花缭乱的描写中（两位作者绞尽脑汁设计了许多对话，就好像他们亲自参加了所有的谈判、商务宴会、电话交谈和聚会一样），在一个公司管理不善、贪婪金钱、缺乏社会责任感的肮脏世界上，KKR 不仅是一个胜利者，而且还是一个理性的但不讲道德的玩家。他们笔下的每个人都争先恐后地捞钱——以牺牲大企业和其雇员的利益为代价。[4]

《门口的野蛮人》一书很好地抓住了事件的本质，却没能推而广之：在美国公司中，发生了一些糟糕的问题。美国证券交易委员会前主席约瑟



---

[1] "The Reckoning: Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts a Heavy Human Toll", *Wall Street Journal*, May 16, 1990.

[2] Sarah Bartlett, *The Money Machine* (New York: Warner Books, 1992).

[3] George Anders, *The Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business* (New York: Basic Books, 1992)。安德斯（Anders）为《哈佛商业评论》（*Harvard Business Review*, July-August, 1992, pp. 79～87）撰写的文章对杠杆收购融资的描述更是一片菩萨心肠。

[4] Brian Burrough and John Helyer, *Barbarians at the Gate*, New York: Harper & Row, 1990. 有人根据该书拍摄了一部电视剧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫·格兰德菲斯特认为，作者所表达的中心思想是真正的野蛮人在门内——作者也许并没有意识到这一点。财务经济学家詹森指出：



> 这本500多页的书清楚地证明了在RJR纳比斯科中普遍缺乏效率，包括对公司"闲置现金流"的严重浪费，因此，KKR才能比原来的市场价值多支付120亿美元给原来的股东，以获得实现变革的权力——但两位作者似乎没有意识到这一内涵。[1]

政坛上的争论

华尔街的丑闻和财大气粗及金融诈骗等相关报道证实了新闻界一直就有的一种怀疑：受大量金钱诱惑的人常常会走向贪婪。对新闻界来说，更重要的是工作、稳定和经济波动的结果大体公平这样一种感觉。而在政坛上重要的却是谁的利益受到侵犯。高杠杆交易的命运是一个更大的公共政策问题的一部分：持续的金融革命所引起的财富和权力的转移影响了一些人，应该如何协调这些人之间相互冲突的利益呢？

80年代后期，国会举行了大量关于并购、敌意接管和高杠杆交易的听证会，事实上，受公司重整影响的大多数人都提供了证词。在1987～1989年间，公司接管和杠杆收购的支持者和反对者成群地涌向证人席。工会领导人、大公司的首席执行官、著名的银行家、商业记者、律师和经济学家纷纷表达了自己对正在兴起的公司并购浪潮的焦虑。他们谈到了大量的债务融资对美国经济稳定的潜在影响和敌意接管的企图动摇了公司的士气和财务。一些观点纯属客观反映；绝大部分是利益集团代表们的典型言论。

1988年春天，药品连锁商店利维科(Revco)的破产，是第一起搁浅了的大型杠杆收购。它激起了人们的担心——经济过于杠杆化，而由垃圾债券支撑的收购是罪魁祸首。众议院通讯和金融委员会主席爱德华·马凯，

---

〔1〕 这里引用的詹森的话和约瑟夫·格兰德菲斯特(Joseph Grundfest)的文章("Just Vote or Just Don't Vote", *Stanford Law School Working Paper*, 1990)，都引自詹森的"公司控制和金融政治学"("Corporate Control and the Politics of Finance", *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, 1991), Vol. 4, No. 2, p. 14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在纽约大学对一群学者和政策制定者演讲时，就支持这一愈益流行的观点。马凯认为，美国“陷入了公司债务中”，“信用等级常常很低，缺乏支持的债务的逐年增加不可能始终没有问题”。他警告说，国会正承受着越来越大的压力，正考虑对那些债务—股本比率超过政府规定标准的公司的债务支付取消减免。[1]

对此，虽然大部分经济学家和国会议员不提倡这种解决办法，但高杠杆交易的泛滥从宏观经济视角看已成为严重问题。美联储主席阿兰·格林斯潘于 1989 年 1 月初在参议院金融委员会作证时，对杠杆交易作了中庸评价，当时正是 RJR 纳比斯科收购活动闹得沸沸扬扬之时。格林斯潘说，“到目前为止，各种证据表明，经理持有更多的股份和其他所有者和债权人施以严格控制的趋势一般会改善经营效率”。他同时警告说，一旦经济发生衰退或者利率提高，大量的公司债务会给美国经济带来“大范围的风险”。他并不提倡管制改革，而只建议对税法进行可能的修修补补，以减小债务的相对吸引力。[2]

财务专家和法律专家虽然在观点上也有分歧，但普遍支持收购。国会劳资关系委员会于 1989 年就养老基金在公司接管中认购股权的作用进行听证，这为那些认识到杠杆对公司经理们具有积极作用的人提供了一个讲坛。例如，巴特瑞马奇金融管理公司的丁·勒巴朗就认为，这种交易迫使经理更重视股东利益，而不管他们喜欢与否。“今天，”他说，“管理阶层广泛彻底地认识到，他们防范合并或收购或杠杆收购——在大部分情况中，他们并不喜欢这一切，因为他们想自己管理公司——的唯一手段是更高的股价。”[3]



作证的公司经理们绝大部分持反对态度。1987 年，吉列公司和固特异公司的经理们在作证时谈到了成为敌意接管对象时所经历的恐惧，认为

[1] Yakov Amihud, ed., *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences* (New York, 1989), p. 214.

[2] 格林斯潘对修改税法的看法并不坚定。参见他于 1989 年 1 月 26 日在国会中的作证：Committee on Finance, Leveraged Buyouts and Corporate Debt, January 26, 1989, S361～431, p. 4ff。

[3] 勒巴朗(Le Baron)也指出，对养老基金经理来说，参与杠杆收购股权投资带来的长期回报帮助他们抵消了其高比例债务组合的风险，见他在国会的作证：U. S. House of Representatives, Subcommittee on Labor-Management Relations, Committee on Education and Labor, Oversight Hearings on the Role of Pension Funds in Corporate Takeovers, February 9, 1989, H341～363; p. 176ff。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自己的防御措施成本太高，而可供选择的手段又很少。[1] 金科公司的首席执行官威廉·雷诺德于 1988 年 2 月在国会作证时，支持企业圆桌协会关于通过立法限制敌意接管的观点。他描述了一幅尤为复杂的情景。金科公司拥有和经营各种业务，涉及商业航空、航天和国防品、工业塑料、轮胎、电影、电台和电视，以及软饮料灌瓶等。在他担任首席执行官的第三年，金科公司受到了 AFG 公司的攻击。雷诺德实施了一份他所谓的长期计划，目的是提高股东价值。他说，AFG 的目的只是为了“操纵资本市场”以赚取金科公司股票价格的增值。在防御中，金科公司施放了一个高成本的“毒丸”，为此它出售了资产。到 1987 年末，金科公司 30 亿美元的企业规模缩减了一半。分离出去的有轮胎、电影和灌瓶业务。雷诺德说，他本可以在时机更有利时出售这些业务。公司总部也被迫裁减职员，人们的生活受到冲击。

最让雷诺德恼怒的是，支付给“金融圈子”——安排资产出售事务的律师和投资咨询专家——的交易费和袭击者的利润中所包含的“大量财富转移”。通过预谋中的套利（当然还有金科公司自身的重整），袭击者最初购买的股份价值上升。在1 个月的时间里，股票价值从每股 81.58 美元涨至 118 美元多。（雷诺德没有透露，如果把企业分解，资产的潜在价值又会是多少。）但股价的增加给公司其他重要成员——“雇员、客户、供应商、工厂所在的社区和政府”——造成了极高的社会成本。如果金科公司能继续贯彻自己的计划，所有这些人都会活得更好。他抱怨说，对抗接管所需的大量债务“削弱了管理阶层对社会价值作出反应的灵活性”。金科公司被迫重组“在公司的社会结构的方方面面都是一起灾难性事件。”[2]

雷诺德的抱怨与企业圆桌协会——美国大公司的一个主要政策论

[1] 在一年前的作证中，固特异公司的丹尼斯·瑞奇(Dennis Rich)也许并没有感觉到管理理论的发展方向。他抱怨说，打着创造更高股价的口号的接管企图迫使自己的公司放弃了分散化经营战略。两人悲哀地指出，越来越大的压力迫使他们为短期股价而不是为股东和公司中其他成员的长期利益而开展经营。参见：U. S. House of Representative Subcommittee on Economic Stabilization of the Committee on Finance, and Urban Affairs, Oversight Hearings on Mergers and Acquisitions, May 12, 1987, H241～339, p. 13ff, p. 185ff。

[2] U. S. House of Representatives, *Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Energy and Commerce, Corporate Takeovers*, February 8, 1988, H361～385, P. 312ff; Business Roundtable Ad Hoc Task Force, *Analysis of the Issues in the National Industrial Policy Debate: Working Papers*, rev. 15, May 1984.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坛——提出的公司治理的"利益相关者"理论如出一辙。[1] 在国会外，大企业在州和联邦政府大肆游说，以求削弱金融资本家的进攻。公司接管和杠杆收购是当时的主题。公司撰稿人就这些问题炮制观点文章，其中大部分文章结论相同。在 RJR 纳比斯科被收购不久，宝洁公司的首席执行官约翰·斯迈尔在西北大学克洛格管理学院诘问："最大化股东价值是董事的主要责任吗？……我认为答案是否定的。管理阶层和董事会应该对公司和公司的成功生存负主要义务。"[2]

政治家们很难将大公司首席执行官对社会责任的呼吁置之度外。在这一点上，首席执行官们得到了工会游说队伍的热情支持。AFL-CIO 的托马斯·多诺警告说，"变化的经济的能动性"伤害了就业的稳定性，杠杆收购正削弱实现就业稳定性的一切努力。[3]

在公众争论中，很少有人将收购与合并、友好接管与不友好接管、高杠杆交易与以更传统的融资方式支持的交易区分开来。只有少数人质疑，缺乏效率的公司是否应该继续维持多余的生产能力和人员，或一些公司缩减规模是否会比扩大规模更好。大部分人关注的是公司资产在迅速转手，而对于结果却不明确。

在侯戴勒公司基础上成立的艺达思(Idex)公司的唐·波伊斯是 KKR 盟友中唯一参加过国会听证的。他在很大程度上驳斥了记者迈克斯·赫兰德撰写的《当机器不再运转时》一书提出的批判，为自己的公司业绩辩护。[4] 波伊斯对赫兰德的指责——大量的债务融资和对利润的关注使侯戴勒公司放弃了工厂和技术投资，而这些投资本可以保护它的机械工具业免于外国竞争的侵蚀——只能避而不谈。[5] 赫兰德的论调只是在国会作证的一些经济专家和企业专家反对收购的论点的变形。这些人声称，美国的管理阶层被迫越来越多地以牺牲长期的组织建设为代价而只注重眼前问

[1] Business Roundtable Ad Hoc Task Force, *Analysis of the Issues in the National Industrial Policy Debate*: *Working Papers*, rev. 15, May 1984.

[2] "Corporate Takeovers: A Search for the Public Interest", *The Corporate Board* (September-October, 1989).

[3] U. S. House of Representatives, Subcommittee on Labor Management Relations, Committee on Education and Labor, Oversight Hearings on the Role of Pension Funds in Corporate Takeovers, February 9, March 2 and 7, 1989, H341～363, p. 10ff.

[4] Max Holland, *When the Machine Stopped* (New York: McGraw-Hill, reprint1989).

[5] 波伊斯(Boyce)和赫兰德(Holland)在关于养老基金的作用的听证会上针锋相对。参见:Oversight Hearings on the Role of Pension Funds… March 7, 1989, H341～363, p. 361ff, p. 371ff, p. 495ff。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



题。经济史学家威廉·拉佐尼克在当时十分时髦的一种对比分析中认为，在增长迅速的经济中，如日本，公司之繁荣主要是由于它们无须根据股东压力作出反应。

参与了对自己企业的收购的管理人员还遇到了另一种批评，这种批评来自另一类利益团体。它认为，通过参与收购，谋取股权的经理们使自己置身于收购前股东与债权人的利益冲突之中。由于经理们压低股票价格——低于收购进行顺利时他们希望股票所在的价位——对自己有好处，因此通常在收购中支付给原来的股东的溢价不可能会很高。(控制信息的是管理阶层，而信息正是第三方进行"公正评议"所需要的和买方最终所依赖的。)由于大量低档次债务的发行，债权人的债券质量被稀释，因此他们也受到伤害。股东和债权人的利益可能受收购活动损害的事实，对于公司控制权市场上的政治斗争可谓是火上加油。

KKR的合伙人认识到，在公众面前曝光对他们没有任何好处，于是他们遵循其他收购企业的原则，没有参与国会听证，而是在幕后游说国会议员，希望遏止那些限制他们继续进行高杠杆交易能力的立法企图。KKR以关于其交易的积极经济作用的报告形式进行了书面作证。这份报告回答了国会关心的问题：收购是否对公司的劳动生产率和就业产生不利影响，杠杆收购企业是否通过对债务融资有利的税收条款获取了不公正的好处。[1]

KKR雇用的会计师事务所收集了有关数据，显示KKR的收购不仅导致公司市场价值显著增加和可能更高的税收收入，而且KKR控制下的企业也普遍增加了就业、资本投资和研究开发支出。这些结论并不十分确定，极易引来批评[2]，但是，对1977～1989年间KKR的17起收购活动的会计记录——时间之长(至少3年)足以积累具有显著性的数据——揭示了以下结果：

总而言之，就业人数从第一年的273 000人增加至3年后

---

[1] Allen Kaufman and Ernest Englander, "Kohlberg Kravis Roberts & Co. And the Restructuring of American Capitalism", *Business History Review*, 67 (Spring 1963), p. 85ff 更详细地分析了这些问题。关于杠杆收购不公平地操纵税法的指责，请参见"政府如何资助杠杆收购者"(How the Government Subsidizes Leveraged Takeovers", *Forbes*, November 1988, pp. 192～196)。

[2] 学者威廉·朗(William Long)和大卫·雷文斯克拉夫特(David Ravenscraft)对所使用的方法提出质疑。他们怀疑其广泛适用性，认为缺少关于具体企业的长期数据。德罗伊特(Deloitte)进行了反击，指出了批判者分析中的一些错误，强调KKR的数据只适用KKR的交易。参见：The Testimonies of William Long of the Brookings Institution and Emil Sunley of Deloitte, Haskins & Sells: Subcommittee on Tele-communications, Committee on Energy and Commerce, Management and Leveraged Buyouts, May 25, 1989, H361～362, p. 170ff, p. 201ff。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的311 000人，而在这一时期里，公司是在最残酷的杠杆压力下开展经营的。

总的资本支出(在收购后的第一年中，这一指标通常会下降)在3年的时间里从10.2亿美元增加至12.9亿美元。

研究开发支出从杠杆收购后的第一年的8 500万美元增加至10 300万美元。[1]

学术界意见逐渐统一

在国会作证时，工会领导多诺伤心地说："没有人准确评价过杠杆收购狂潮给公司、公司雇员、公司股东、社区以及给美国在全球经济中的生产与竞争能力所造成的伤害。"[2]事实上，关于并购已经积累了大量的经验研究。到1990年，学者们已形成了明确的一致意见：在创造股东价值上，杠杆收购比合并更有效，它不仅对股东有好处，也对公司经济中的其他利益相关者有好处。

关于杠杆收购最重要的经验研究是由财务经济学家和受"代理理论"显著影响的人构成的一个分散的圈子进行的。在学术渊源上，代理理论源于伯勒和米恩斯。该理论在60年代由于亨利·曼恩而在法律文献中复活，70年代由于迈克尔·詹森和威廉·麦克林而在财务经济学中复活。曼恩看到小公司标价收购的发展，认为只要放松管制约束，通过公司控制权的便捷转移，股票市场就能有效地解决经理的机会主义问题。[3] 两位

[1] Kohlberg Kravis Roberts, "Presentation on Leveraged Buyouts", 1990, Private Printing. KKR Files 更新和强化了关于 KKR 的数据。

[2] 国会证词。Oversight Hearings on the Role of Pension Funds…, February 9, 1989, H. 341～363, p. 10ff.

[3] Henry G. Manne, "The 'Higher Criticism' of the Modern Corporation", *Columbia Law Review* 62 (1962), pp. 399～432; "Tender Offers and the Firm Market", *Mergers & Acquisitions* 2(1996), pp. 91～95. 在70年代和80年代，许多有影响的学者利用代理理论分析了并进而影响了这一新型的公司控制权市场，主要的例子有：Stephen A. Ross, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, 63 (May 1973), pp. 134 ～ 139; William H. Meckling and Michael C. Jensen, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976), pp. 305～370; Eugene Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, No. 2 (April 1980), pp. 288～307。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



学者后来概括了他的结论：

> 在完善的市场上，公司经理受一条简单的规则约束：企业市场价值下降到重置成本以下，会诱使外部人购买控制权，以通过出售或重组所收购的企业来增加其财富……在完全竞争的环境中，一个完全流动的市场体系能对缺乏效率的经理和企业施加约束，重新用短期合同雇用各种管理人才。[1]

曼恩理想的公司控制权市场的问题也正是现实生活中困扰着许多敌意接管活动的问题。

它没有考虑到撤换管理人员的困难，也没有考虑到大部分经理为专注于工作和把工作做好所需的基本稳定感和信心。但曼恩的思想激发了对代理理论的进一步研究。

代理理论认为，经理们的重要职能之一是把收入在公司对之负责的各个构成成员间分配。代理理论家普遍认为，经理和股东利益没有联系，这一点是致命伤。收购——特别是管理阶层收购——为经理们提供了他们所需的稳定感，同时又使他们持有大量股权，从而使分歧的利益目标归于一致。

财务经济学家和法律学者对收购市场上的现象迷惑不解，于是跟踪其发展。到 1990 年，他们逐渐达成了学术上的一致：杠杆收购一般给收购前和收购后的股东创造了显著收益。

关于其他长期社会效益的证据仍不确定，但经验研究没有为反对杠杆收购的经济理由提供强有力的支持。

在学者当中，詹森很早就持之不懈地支持公司控制权市场特别是杠杆收购，并把它看作为股东避免经理资本主义缺陷的解决办法。詹森于 1989 年在《哈佛商业评论》的一篇里程碑文章中走得如此之远，以至于预言了“公众(管理型)公司的消逝”。[2]

一些收购活动进展得较好。KKR 为其收购活动提供的证据——就业、研究开发支出和资本投资——很难推而广之。有关收购的短期效应(通常为 2 年)的行业研究表明，在这些方面没有或略微有些负面效应，但

---

[1] Allen Kaufman and Lawrence Zacharias, “From Trust to Contract: The Legal Language of Managerial Ideology, 1920～1980”, *Business History Review*, Vol., 66 (Autumn, 1992), pp. 547～559.

[2] Jensen, “Eclipse of the Public Corporation”.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着时间的流逝，证据明显改善。[1] 学术研究确实证明，收购前的股东以溢价出售股份，优先股股东和可转换债券持有者也做得非常好。一份重要的研究谈到了一个更有争议的公共政策问题：收购会计对税收的影响。它指出，收购合伙人通过利息和折旧减免而延期支付的税收收入高于对股东征收的资本增值税和在公司再度上市时对出售股票的股东征收的资本增值税。更有效率的收购活动所增加的收益同时创造了政府收入，贷款人利息收入所支付的税收同样如此。[2]

如果制定公共政策的是学者，这场争论会以让市场运转起来而告终。随着积累的数据的增加，关于 80 年代收购重整的积极效应的学术结论得到了加强和扩展。越来越多的证据证实，杠杆收购一般导致仍处在收购合伙企业控制之下的资产在收购后业绩改善。[3] 相对于这些更成功的收购，也有越来越多的证据对更传统的"战略"合并给收购方股东的长期价值提出了质疑。[4] 当对 80 年代公司控制权市场的经济和法律分析开始出现时，它们与詹森的观点相一致：杠杆收购的法律与制度结构代表了一种

[1] 根据行业调整后，利用各种方法衡量杠杆收购对就业的影响的各种研究都表明，基层工人的就业相对稳定。美国国家经济研究所（National Bureau of Economic Research）的一份研究报告指出，劳动生产率在收购后显著提高。"另外……在杠杆收购后，关闭工厂的行为——常常被认为是造成工作岗位减少的最具破坏性的原因——发生的次数实际上低于行业一般水平。"另一方面，经理职位数量一般在杠杆收购后减少许多，因为臃肿的官僚机构被改革。工资和劳动生产率一般都上升，而关于福利的证据并不完全。参见：Steven Kaplan, "The Effects of Management Buyouts on Operations and Value", *The Journal of Financial Economics*, 24 (1989), pp. 217～254; Chris J. Muscarella 和 Michael Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs", *Journal of Finance*, 45(1990), pp. 1 389～1 414; Abbie Smith, "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts", *Journal of Financial Economics*, 27(1990), pp. 143～164; Frank R. Lichtenberg 和 Donald Siegel, "The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior", Working Paper, National Bureau of Economic Research, 1989. 关于资本和研究开发支出的证据模棱两可。马萨诸塞养老金管理委员会发布的一份报告（见 *LBOs, Public Pension Funds, and Public Policy*, p. 2, pp. 15～16.）指出："另两份研究认为，研究开发和资本支出略有降低。"这份报告进而指出："大型杠杆收购活动更多地发生在停滞行业中，正是在这些行业中，战略调整必不可少；而且，在这些行业中，提高对投资者的回报和削减研究开发支出可能会产生效率收益。"

[2] Michael C. Jensen, Steven Kaplan, and Laura Stiglin, "Effects of LBOs on Tax Revenues of the U. S. Treasury", *Tax Notes*, February 6, 1989, pp. 727～733.

[3] Steven N. Kaplan and Jeremy Stein, "Evolution of Buyout Pricing and Capital Structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics* (1993), pp. 313～357. 关于资本支出的证据含糊不清，但许多公司在收购前可能支出过多。

[4] Andrei, Shleifer and Robert Vishny, "The Takevoer Wave of the 1980s", *Science*, 249(August 1990), pp. 745～749; Dennis Mueller, "Mergers", *New Palgrave Dictionary of Finance*, ed. Peter Newman et al (New York: Stockton Press, 1992); Bronwyn H. Hall, "Corporate Restructuring and Investment Horizons in the United States, 1976～1987", *Business History Review*, 68 (Spring, 1994), pp. 110～143.





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的公司形式，它能够纠正公司治理中长期存在的问题。[1]



但是，制定政策的是政治家，学术研究无法为政治家解决公平问题。在收购企业的资本结构中，杠杆给公司带来的冲击有时极像是敌意接管，尤其是在收购后的头一两年里。资产重整、就业减少、人员更替和资产出售影响个人的生活和职业，有时也影响到当地社区。解决利益——包括一些强大的反对者的利益——受影响的问题，主要是立法和法庭的事情。

敌意接管是一个主要问题。和在国会里相比，在州立法机关里，公司经理和工会取得了更大的成功。80 年代后期，目的在于减轻敌意接管影响的法律大量出台，这一点在特拉华州尤其突出，许多大公司都在它那里。联邦法庭和州法庭也都支持这些法律，承认各种防御接管措施的合法性。州反托拉斯法也得到加强，它可以被用于阻止某些合并，尤其是当政界希望避免发生解雇时。这些行动促进了 80 年代合并浪潮的终结。目的在于扼制杠杆的其他立法和管制行动，对 KKR 和其他专业杠杆收购企业进行的各种友好管理阶层收购也产生了更直接的影响。

退　潮

杠杆收购的衰退发生在对并购——特别是敌意接管——不利的环境中。还有一些特殊因素影响高杠杆交易的吸引力。在宏观经济中，问题越来越多，特别是政府债务迅速增加，抢走了私人部门的储蓄，降低了美国银行体系的流动性。由于贷给第三世界的贷款大面积违约，因此商业银行受到打击。更严重的危机发生在 1987 年，由于美国商业房地产市场崩溃，在储蓄与贷款行业中，倒闭十分普遍。

同时，随着对公司资产需求的增加，公司资产价格上升。在收购市场上，新进入者使对目标公司的出价更有竞争性。银行对优先级贷款的条款规定得越来越严格，而以高收益证券为主的次级债务融资也抬高了收购成

〔1〕 Baskin and Miranti, *History of Corporate Finance*; Roe, *Weak Owners, Strong Managers*; Grundfest, "Subordination of American Capital"; Kaufman and Englander, "Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Caspitalism"; Allen Kaufman, Lawrence Zacharias and Marvin Karson, *Managers vs. Owners: The Struggle for Corporate Control in American Democracy* (New York: Oxford University Press, 1995), esp. chap. 10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本。1984 年后，融资收购越来越难——收购价格更高，融资成本更高，总体收益更低。[1] 1989 年秋天，随着有问题交易开始增加，联合航空公司没能为其拟议中的收购获得资金支持，这预示着垃圾债券市场的危机。

同一年，针对银行业危机，国会通过了《金融机构改革、复兴与实施法案》(简称 FIRREA)。该法案要求银行增加其资本金对外部贷款的比率和以其他方式降低贷款组合的风险。FIRREA 还要求储贷协会到 1994 年前出清手中的高风险证券，这类机构拥有这类证券的 7%。虽然只涉及为数不多的储贷协会，但是对高收益证券市场的信心被削弱，储贷协会抛售手中的证券，引发了恐慌。高收益证券的其他机构持有者于是跟风而上。[2] 这削弱了德莱克塞公司维护一个有序市场的能力。在 1989 年米尔肯因为证券违法被起诉后，垃圾债券经营中的混乱已经使德莱克塞公司深受其害。1990 年初，德莱克塞公司申请破产。这家高收益证券的主要做市商瞬间销声匿迹。

在以前，只要德莱克塞公司帮助融资的高杠杆公司不能偿付债务，德莱克塞公司会为其安排在法庭外解决债务索取权，这是一个良好的体制。德莱克塞公司的灭亡殃及池鱼，它在垃圾债券市场上的强有力的地位，使它有能力帮助在资金上陷入困境的公司，并为其债权人找出非正式的、相对成本不高的重组方案，而不用求助于成本更高的破产程序。在联邦法庭于 1990 年 1 月判决限制债权人从非正式交换安排中预期可得到的价值前，杠杆收购合伙企业也逐渐学会了扮演这一角色。这--判决，加上国会立法对庭外重组施加的税收惩罚，实际上增加了高杠杆公司申请破产的数量。[3]

这些因素共同削弱了对高杠杆交易的信心，从此以后，高杠杆交易再也未能重现昔日风采。杠杆收购于 1988 年在数量上达到了巅峰(381 起)，1989 年在价值上达到了巅峰(一些人估计为 700 亿美元)。[4] 90 年代，杠杆收购一直低于 80 年代中期水平。持续至 1993 年的经济衰退迹象也没有什么起色。1996 年，大约完成了 150 起杠杆收购，价值约为 335 亿美元，

---

[1] Kaplan and Stein, "Evolution of Buyout Pricing and Capital Structure in the 1980s", pp. 313～357.
[2] Lawrence White, *The S & L Debacle* (New York: Oxford University Press, 1992), pp. 180～193.
[3] Jensen, "Corporate Control and the Politics of Finance", pp. 13～33.
[4] *Mergers and Acquisitions, Almanac and Index* (1987, 1991).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而整个并购市场约有6 000多起交易。[1] 与80年代相比，这些交易所依赖的杠杆水平一般要低得多。



再论金融资本主义

随着新千年临近，我们能清楚地看到，管理阶层杠杆收购的许多基本原理适用于整个公司经济。这些原理是什么和主要的收购专家如何将其应用于实践等问题是本书后半部分探讨的主要内容。从本质上说，收购是创造长期股东价值的一种机制。在KKR手中，价值的创造是通过创造性地使用债务、管理阶层持股和能动的董事会的严格监督实现的。KKR向我们证明了它的收购原理和收购手法可应用于对大公司的收购，并且告诉我们，股东能以高度建设性的方式在董事会中东山再起。

在某些表面特征上，KKR的收购活动使人想起，在前一个世纪之交摩根的交易活动。实际上，KKR的收购与资本民主化这一现代潮流更合拍。机构投资者为千百万普通人管理资产，收购给了他们用武之地。在对成员公司的控制上，KKR发明了一种新颖的、高度有效的公司组织形式——即所谓的杠杆收购协会。它由KKR、KKR的基金投资者和成员公司的经理们组成。杠杆收购协会不是公司总部，不是联合型大企业的总部，也不是控股公司，虽然它有和它们一样的许多职能。成员公司由一个独立的投资合伙企业组织，并由后者提供资金，各家公司的业务相互独立。通过这种特殊结构，KKR能够协调机构投资者——股东和债权人——的集体利益。

最重要的一点是，KKR的收购体制能保证所有者和经理的利益相一致。在1976年，公司治理权力再回到股东手中的可能性，无论对公司经理、公司股东还是华尔街上的著名金融家来说，都是无法想像的。但是，在80年代，仅仅公司接管威胁的存在就迫使越来越多的经理们进行内部改革——在一些企业中，只是为了防范不受欢迎的买家；在另一些企业中，是因为榜样的力量在起作用。少数大公司的经理，像通用电气公司的杰克·韦尔奇，没有坐等外部冲击逼迫他们改革，就整顿了公司，进而鼓励不断实施改革。一些公司的董事会主动出击，在迫在眉睫的危机演变为灾难之前

[1] 根据证券数据公司数据库(Securities Data Corporation Database)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撤换管理阶层。到1993年,通用汽车、美国运通、柯达和IBM进行了这类变革。越来越多的公司开始把经理报酬与股东价值的创造相挂钩,激励经理们报之以李,提高公司劳动生产率、利润和市场价值。

90年代,美国企业出现了金融和管理的复兴,这在很大程度上是因为美国公司从杠杆收购中受益匪浅。经理型公司并没有消失[1],只是机构投资者变得更为主动,董事会更投入。经理报酬更多地与股权的绩效相挂钩。经理利益与所有者利益的分离、股东利益和其他利益相关者利益的分离,无论是在公司经理的言语中还是在其头脑中,已开始模糊。经过大约15年的结构改革,美国企业取得了巨大成功,甚至欧洲和日本的公司为了提高股东价值,也开始把经理绩效与激励更紧密地挂钩。正是在此意义上,财务经济学家斯蒂温·卡普兰在1997年写道:"我们现在都成了亨利·克拉维斯。"[2]



[1] 杠杆收购的一位批评者对此有精彩论述,参见:Albert Rappaport,"The Staying Power of the Public Corporation", *Harvard Business Review* 1 (1990), pp. 96～104。

[2] Steven N. Kaplan,"The Evolution of U. S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now", University of Chicago and NBER Working Paper, February 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 重塑债务的作用：创造性的杠杆和收购融资

财务杠杆并不仅仅是嗅觉灵敏的机会主义者和恶棍的工具；它也能产生非常有益的结果，也确实产生了非常有益的结果……

——罗伊·斯密(Roy Smith)《货币战争》(*The Money Wars*)

本杰明·富兰克林笔下的可怜的理查德警告说："伸手借钱的人必将走向悲哀。"小学生们也一直被教导遵守这一告诫。

但是，即使在富兰克林的时代，事情也并非如此。在18世纪，对于任何一个必须在收获前购买种子、工具、雇用农工的农场主，对于任何一个想经营远距离贸易的商人，对于任何一个想自己开店的买卖人，能够借到钱可谓是重中之重。然而，即使在革命的美国，债务依然是一个道德问题，就如同在西方文明史中那样。对许多人来说，负债可能有必要，却不是一件好事。

前工业化时期的美国在很大程度上还是一个传统社会。在传统社会中，负债等于给自己套上枷锁，贷款人常常会为自己资金的投向规定残酷



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的条款。[1] 美国共和主义的偶像托马斯·杰斐逊认为，无论是个人还是社会，都不应该负债。杰斐逊担忧国债带给银行和政府等权力。他说，国债，如果不被杜绝，必将导致"腐败和堕落"。他把消除政敌亚历山大·汉密尔顿以刺激国家信用、税收和财政政策的名义发行的规模不大的联邦政府债务作为自己的执政政策。杰斐逊和他所属的弗吉尼亚庄园主阶层的其他人一样，自己逐渐背上了债务包袱，这无疑使他度过了许多个不眠之夜。加上他那挥霍无度的习惯，年复一年地，他的欠债越积越多，他一直无法还清欠款，只是依赖卓著的声誉，才得以喘息。杰斐逊的故事典型地反映了几代美国人所遭遇的个人行为和对债务的公众态度之间的矛盾。[2]

在债务问题上的矛盾心理不仅与公众对权力和腐败的恐惧有关，不仅与对风险的厌恶有关，还与负债是一种个人罪恶的悠久观念有关。自圣经时代起，高利贷——以高于名义上的"公平价格"的利率放债的行为——就被认为是不道德的。那些靠放债为生的人被人瞧不起。借钱也好不到哪儿去；欠债不还会使你一贫如洗，甚至入狱。借债人虽然看重债务给他们带来的改善其命运的机会，却害怕它给他们的自由带来的限制。而放债人一方面为其储蓄寻找各种生息途径，另一方面却总是害怕别人欠债不还。

随着工业时代的到来，发展中国家的政府建立了把过剩的私人资本导向生产性用途的各种制度途径。工业不仅增加了贷款需求，也促使人们对信用有了新的认识。逐渐地，企业界人士认识到，债务并不仅仅能帮助他们渡过难关，他们还可以利用债务创造资本、增加财富。

债务悖论

一些深切地注视着秩序变革的人认识到，只要使用得当，债务能带来奇迹。《经济学家》的创始人，英国评论家沃尔特·巴格浩特在1876年就

[1] "想一想在你背上债务包袱时你所能做的；你把你的自由交给了别人。"参见：*The Complete Works of the Late Dr. Benjamin Franklin*, Vol. 3 (London: J. Johnson, 1806), p. 453ff。政府大量举债常常只是为了解决军事探险开支或宫廷开销，把贵族与一般借款人区分开来的是前者控制信贷和逃避还债义务的能力。

[2] Joseph J. Ellis, *American Sphinx: The Character of Thomas Jefferson* (Alfred A. Knopf, 1997). 该书对杰斐逊(Jefferson)的债务观有精彩的描述，见该书 p. 194ff。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指出，遍及世界上第一个工业经济国每个角落的"长期不断的借债"是如何促进"愈益民主的商业结构"的。对胆小的人而言，债务仍然令人望而生畏，对胆大的人而言，债务意味着走进上层社会，饥渴的资本家可借助债务实现他们的梦想。债务使暴发户们得以向静如死水的社会注入竞争，打破精英分子们自得的"常规"。在当时，这些精英分子是英国商业企业中厌恶风险、抵制变革的"豪商们"。在积累财富的争斗中，高负债是一件有用的工具。

为说明这一点，巴格浩特举了一个小企业家的例子，此人的债务—资产比率为 80%。他实际上比不愿拿自己的资本冒风险的更为保守的商人，更能有利可图地运用自己在企业中拥有的股权资金。用英国人的话说，债务"左右"了这个蒸蒸日上的企业家的投资，迫使他更努力地工作。对于规行矩步的绅士们而言，这似乎是一个由被巴格浩特嘲笑为"一群肮脏的刚出道的小人物"发起的"粗暴低级"的过程；然而，正是这些刚出道的人更有可能建立更有创新性、更有效率的经营之道。[1]

在美国的工业化中，债务处于金融核心地位。在 19 世纪上半叶，借债使得在效率规模和范围上组织纺织品的生产成为可能。如果没有发行债券把国外和国内的投资资金导入到关键的基础设施行业中，美国的运河、铁路和电报系统不可能建成。有无能力获得信贷，对个人梦想的实现有着举足轻重的影响——南北战争后，非裔美国佃农和商人没办法取得贷款，这严重阻碍了他们事业的发展。但是，总的看来，法律和程序的变革使得以创业为目的获得债务资金变得愈益容易。到 19 世纪后半叶，注册银行和保险机构已经十分完善。还有那些专业投资中介机构，它们组织和募集通常以房地产或其他有形资产作抵押的长期债务工具。贷款价格较少受制于习俗或管制，而是根据资金供求的市场关系上下波动。法律合同取代了不正式的协议，债务人监狱让位于更有秩序的破产保护程度，这消除了债务交易的一些弊端并降低了风险。

19 世纪末，在大企业大量出现时，债务已经机构化，甚至获得了人们的尊重。当然，债务依然有风险，总是受意外事件左右。只要鲁莽的贷款人贷款给无节制的借款人，债务仍然是一种破坏性因素。1889 年，美国政治经济学家理查德・艾莱指出："在我们整个国家里，到处都是企业残骸，

[1] *Lombard Street* (New York: E. P. Dutton, 1920), pp. 8~10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金被盲目贷给了企业老板，而他们却管理不好企业的财产。"[1]当时，一家大银行或大保险公司的倒闭就足以引发遍及整个美国的金融恐慌。每次发生大企业破产，批评的矛头就指向债务，就好像它和酗酒或赌博一样，是致命的恶习。

在新兴的公司环境中，债务融资使得产业家能够组织进行大事业所需的资产。债务满足了钢铁厂、炼油厂、发电厂和汽车公司的资本密集需求，使得工业化席卷当时的农业世界。到第一次世界大战发生时，即使在最好的公司的资产负债表上也有长期债务，企业依靠债务重建和增加资本设备，进行收购，为创新活动提供资金。甚至在企业陷入困境时，策略地使用杠杆，能挽救和整顿摇摇欲坠的企业，摩根的铁路和工业再融资活动证明了这一点。摩根把八家大公司合并为美国钢铁公司的例子，说明了如何用许多贷款人提供的大量债务资金重整整个行业。

即使在手段最高明的投资者手中，也不是所有的这类交易都会成功。1902 年，摩根以大量(86%)债务合并组建的国际商业海运公司，可能是历史上第一起大型杠杆收购。然而，由于贸易模式和政治环境的变化，这家企业很快就倒闭了。几年后，福特为了甩掉小股东，大胆地用很高的溢价收购了小股东的股份，"把公司变成了私人公司"，收购资金全部来自短期银行债务。1920～1921 年的严重萧条危及了他的偿债能力，为筹措到迫切需要的资金，福特把存货硬塞给经销商，此举让许多经销商愤恨不已，屋漏偏逢连夜雨，福特公司又遭遇到来自通用汽车公司的竞争。这些广为人知的交易客观地反映了风险的负面效应——杠杆的惩罚作用和它的奖励作用一样锐利。没有人敢步摩根和福特或贷款给他们的银行家的后尘。[2]

然而，在那时，大公司不仅通过发行以资产为抵押的证券，而且通过可转换债券、债券和债务与股权的混合体——优先股——为其长期计划筹措资金。长期债务工具的多样性，使贷款人能根据自己的风险和收益偏好进

---

[1] 参见：*An Introduction to Political Economy*（New York: Eaton & Mains, 1889），p. 198. 艾莱并不认为债务本身是恶的。他认为，在价值创造中，债务起着有用的作用。

[2] George David Simth and Richard Sylla, *The Transformation of Financial Capitalism: An Essay on the History of Capital Markets*, Salomon Center; *Financial Markets, Institutions and Instruments* (Cambridge, MA: Blackwells, 1993); Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行投资，使借款人能在严格的和由法律保障的协议条款下为大项目筹措到资金。随着贷款机构在协议条款的制订上愈益娴熟，资信受到更专业的审查和分析，以更大的准确性、更小的风险、更低的成本选择贷款人与借款人成为可能。贷款人的“契约”(圣经中的一个词，指借款人对贷款人的无上义务)给了机构贷款人更大的安全感和权力——对公司支出施加限制和规定经理行为的权力。

同时，普通人间的债务关系也从乡村走向了城市。信用贷款把美国转变为了一个现代消费社会，家庭普遍越来越习惯于消费信贷、靠保证金购买股票，以及借钱接受教育。到20世纪中叶，尽管人们对漫长的大萧条和战时的艰苦条件记忆犹新，但靠工资谋生的人仍认为他们可以“熨平”其收入和消费模式，用债务为当期支出提供资金，再用未来收入偿还债务。家庭抵押贷款让普通人认识到了杠杆收购。政府也予以援手，允许利息支出可从所得税中扣除。适用于企业的，现在也适用于每个人。然而，风险始终存在，对债务的矛盾心理也依然存在。

对债务的矛盾心理也存在于这个国家的企业管理层中。在第二次世界大战后经济景气时期，迷恋增长的公司经理们对大萧条还记忆犹新，谨慎地把企业的杠杆比率保持在最低水平。在寡头垄断的经济核心，价值创造被等同为增长，能通过利润再投资最佳地实现。在那一时代，公司经理们的普遍心理是：债务，由于有税收优惠，在收购中很有用；但是，它对经理的自主权构成威胁。这种表述并没有夸大的成分。资产负债表上如果有太多的债务，贷款条款就会很严格，就会影响企业的长期发展和阻碍创新。

60年代末，当每股赢利成为对公司业绩的标准毛估计指标时，在一些成熟公司中，财务上具有冒险精神的经理们发现，通过收购其核心业务以外的增长型公司，他们可以扩张自己的王国，提高市盈率。这些联合型大企业对债务的使用可谓是漫不经心。由于债务风险主要是贷款人和借款人技能与债务资金用途的函数，风险随经理们的漫不经心程度而增加。太多的联合型合并战略的崩溃——泰姆科—旺特公司错误地对钢铁巨人琼斯·洛林公司进行杠杆收购是其中最著名的例子——强化了大部分人对高杠杆交易的厌恶之情。

企业可以承担更多债务的想法为新一代财务经济学家所证实。60年代里，佛朗哥·莫迪利安尼和默顿·米勒发表了数篇具有开拓性的论文。在这些文章中，他们指出，相对于股权融资，除非债务融资有税收优惠，否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则，企业的资本结构无关紧要。根据他们的理论，只要能把财务危机的成本控制在合理水平上，公司就应该尽可能地增加杠杆比率，充分利用债务的税收优惠。詹森和麦克林走得如此之远，以至于他们问道："我们为什么看不到由企业主提供少量（股权）资本……其他资金全部是借来的由个人拥有的大公司呢？"他们的答案——如此高的债务水平会鼓励经理们冒险——没有认识到交易的组织者在培育与贷款人之间的长期关系中的作用，没有预测到杠杆收购浪潮[1]。同时，其他学者，如爱德华·奥特曼，当时正在开发现在我们十分熟悉的数量技术，投资者可以用这类技术准确评估公司在各种条件下的破产风险。[2] 70年代后期，随着美国公司整体上陷入低迷，在华尔街的巷子里，理论与实践结合在了一起。新兴的收购企业，如KKR，正在磨炼它们的技艺，用愈益精巧的债务分析技术满足那些为了取得对辖下资产更大的控制权而愿意在高杠杆下开展经营的小公司经理们的野心。债务的悖论在这类交易中显露无遗：一方面，债务合同和高利息负担约束经理们的行动；另一方面，债务又使他们摆脱了前所有者，在收购的资本结构施加的约束下，给了他们几乎全部的控制权，收购企业就是以这种方式对传统债务观提出挑战。杠杆不仅可以有效地用于收购，而且可以通过促进经营业绩的改善创造价值。杠杆虽然仍对管理阶层的权限施加了限制，但它终究解放了管理阶层。



鞋带交易

杠杆收购虽是一个新名词，但历史很长。所谓的"鞋带收购"（Boot-

---

〔1〕 詹森和麦克林认为，当公司的资本结构中杠杆程度很高时，"债务的代理成本"会很高，因为在公司中不拥有股权（因而受负面影响有限）的经理们有动机进行高风险项目。这又会导致贷款人为补偿负面风险索取高利率。早期进行杠杆收购的专家通过建立阻止此类经理行为的治理机制和通过在债务市场上成为重复博弈者来克服这些问题。杠杆收购专家如果允许经理过度冒险，致使交易出了问题，他的信誉和他以后进行交易的能力就毁于一旦，对这一点，贷款人了然于胸。

〔2〕 Franco Modigliani and Merton Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53 (June 1963), pp. 433～443; Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976), pp. 305～370; Edward Altman, R. Haldeman and P. Narayanan, "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", *Journal of Banking and Finance* (June 1977).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

straps)——所涉及的资产从几十万美元到几百万美元——第二次世界大战后在英国和美国的小企业中比较多见。投资者收购目标公司股权，通常把它们转变为私人公司，在交易中尽可能少地投入买方自己的钱。投资者一般寻找有高现金流特征的公司，如果它是一家公众公司，一般支付高于其市场价值的溢价；如果它已经是私人公司或被母公司拥有，所支付的价值一般高于其所有者的心理价位。无论在哪种情况中，买方都必须找到显著改善资产的潜在机会，即用"鞋带"把公司从债务中拉出来，使其更富有效率；否则，不值得一搏。

鞋带交易包含了现代杠杆收购的一些特征。所有的这类交易都是用公司自有资产或现金流融资的，从而实现了较高的债务融资水平，它们一般包含着向愿意出清自己手中股份的收购前的所有者、外部投资者或原所有者——经理——的大量支付。新投资者通常愿意留下原所有者——经理或雇用希望获得对所管理资产的所有控制权的经理。(高杠杆的好处是，它降低了所需的股权投资，这样，财产不多的经理就能成为所有者。)最常见的鞋带交易是用大量债务为经理们提供成为主要股东的机会。在一些交易中，鞋带收购的发起者于交易结束后在董事会中发挥着治理作用。

美国一位年轻的投资银行家乔治·奥斯特罗姆设计了一种成功的鞋带交易模式。第二次世界大战后，奥斯特罗姆求助于英国投资者，请他们支持收购市场的稳定、管理有方的业主式美国小制造公司。他用"这些公司自己的钱"购买它们，用大量的债务向原所有者——经理——收购资产，最后把这些企业合并在一起组成公众公司。这种交易有两个关键的前提条件：现金流量规模不仅足以偿付债务利息，而且能迅速降低债务本金；原管理阶层始终忠心耿耿。在为这类交易融资中，后一条件可能更重要。因为在贷款人眼中，只有资产管理得好，偿债才能有保证。

在奥斯特罗姆于 1955 年意外去世以前，他把这一技术演绎得炉火纯青。他组建了两家成功的工业联合体，RP 卡利斯公司和达芙公司，这两家公司的发展壮大主要是遵循奥斯特罗姆的初始设计，不断收购公司，并在收购后施以严格的监督。[1]

---

[1] George David Smith and Robert Sobel, *Dover Corporation: A History, 1955～1989* (The Winthrop Group, Inc., 1991). 此书非公开出版，但在国会图书馆登记过，读者可以通过作者或位于麻省坎布里奇(Cambridge, Massachusetts)的温特罗普获得此书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 50 年代里，蒂森—吉斯奈尔—莫兰公司也开始利用债务收购其他公司。一些个人投资者或家族投资者，如匹兹堡的亨利·希尔曼，利用很高的杠杆收购了一些小公司的全部股权，原来的管理阶层负责经营企业。利用鞋带交易，在收购后，如果没有原管理阶层的参与，收购虽有可能成功，但会十分困难。

采用这种方式的有 AEA 投资者公司的卡尔·海斯。他组织了一小群退休经理投资于管理不善的公司；还有收购领域中的另一位早期机构投资者莱尔德公司，它的策略是集中一群有潜力的首席执行官，帮助他们寻找他们能够管理的企业，融资收购这些企业。这一策略并不十分有效，莱尔德最后虽销声匿迹，但它培育了许多收购专家，这些人成立了著名的吉本斯—格林—范·阿莫朗根事务所和克雷顿—杜比里尔—莱斯事务所。[1]

再就是克雷顿—杜比里尔这家机构，最初它为陷入危机的公司提供"危机管理团队"。它于 1978 年进入了鞋带收购领域，为所收购的公司提供它自己的管理才能。它在这方面取得的成就，在现代杠杆收购行业中可谓是个奇迹。[2]

鞋带交易与公司财务管理中的两种常规模式大相径庭。

首先，衡量鞋带交易可行性的不是传统意义上的公司获利能力，而是企业的现金流，现金流必须足以偿还债务又不至于影响经营[3]。

所以，最佳的收购对象是"一般的"和"成熟的"企业。

其次，改善企业业绩，直至使股权的出售能给原始投资带来高收益。鞋带投资者必须放弃股利，寻求与其原始投资风险相称的资本增值。因此，他们必须有耐心。只有在偿还了债务后，资产能以较高价格卖出时，这一投资策略才会奏效；如果公司为短期利润而经营，这一目的就不可能

[1] 几乎没有关于"鞋带"收购的文献，关于这种交易的特征主要存在于华尔街的街谈巷议中。参见：Roy C. Smith, *The Money Wars* (New York: Truman Talley Books, 1990), p. 183ff; Barrie A. Wigmore, *Securities Markets in the 1980s: The New Regime, 1979～1984* (Oxford University Press, 1977), p. 339。

[2] W. Carl Kester and Timothy A. Luehrman, "Rehabilitating the Leveraged Buyout", *Harvard Business Review* (May-June, 1995), pp. 119～130.

[3] 公司的现金流一般由支付利息和缴纳税收前的盈利来衡量(EBIT)。这一指标还可以扩展，把非资金性支出如折旧和摊提加进来，得到在会计报告中经常出现的称为 EBITD、EBITDA、EBDIT、EBDITA 等指标或简单地称为"经营中产生的现金流量"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实现。[1]

随着专业收购商在 60 年代末的出现和发展，收购经验愈益丰富。在 70 年代和 80 年代里，收购商发展了鞋带交易的基本特征，开发了专门的操作程序。KKR 的科尔伯格在贝尔斯登工作期间，把现代收购发展为一种专门的技术。在一篇报纸采访中，科尔伯格解释了他是如何"通过使管理阶层成为所有者""完善"传统鞋带交易的。[2]（在其他交易中，有过这类先例，如安德森・普莱禅德石油公司在 1961 年被管理阶层杠杆收购。）[3]科尔伯格的贡献在于，在贝尔斯登中和后来在 KKR 中，在他所进行的全部交易中，他把金融家的治理功能作为一条基本原则。经理们负责管理，而金融家控制的董事会所做的就远不止是所有了；他们成为了全身心投入的信托人——实际上成为了管理阶层的积极的合伙人。

科尔伯格的第一笔杠杆收购业务是撞大运拣来的。1964 年，他和合伙人沃尔特・鲁夫曼遇到了 71 岁的 H. J. 斯特恩。斯特恩是以维斯切斯特为基地的斯特恩金属公司——一家黄金冶炼和牙料供应公司——的老板。斯特恩吃不准自己的子女是否会在他去世后经营这家企业，为了给他的家庭留下一笔具有流动性的遗产，他想把股权转变为现金。问题是，斯特恩热爱他的企业，坚决拒绝把它出售给公司买主。在对这个问题苦思冥想之后，科尔伯格和鲁夫曼想出了一个方案：以 950 万美元的价格把企业卖给斯特恩家族和一小群外部投资者，包括交易商。股权投资者只投入了 150 万美元，剩余部分全部是借款。企业规模小，有稳定的市场，不停地创造着现金流，所以不难找到愿意接受债务的人。花旗银行提供了一些银行贷款，但大部分债务融资是"次级的"，是从属证券，被卖给了马斯互助保险公司和保罗・莱福莱保险公司，它们同时还得到了股票期权（Equity Kick-

---

〔1〕 关于这一点有大量的学术文献。《管理者与所有者》（Allen Kautman, Lawrence Zacharias, Marvin Karson, *Managers vs. Owners: The Struggle for Corporate Control in American Democracy*, Oxford, 1995, p. 148）中说："买方可能（通过把赢利贴现）确定他们今天愿意支付的价格，因此，（收购）专家们自己会短视地卖空。但是，至少在个案基础上，这一点大有商榷余地。毫无疑问，被收购企业的许多经理可能会被迫放弃对创新活动的投资而追求短期经营结果。《公司金融史》（Jonathon Barron Baskin and Paul J. Miranti, *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1996）概述了这一趋势。（我们在本书中引用的）更专业的融资研究更为肯定杠杆收购的长期效应。在第三章中，我们将指出，KKR 的收购普遍促进了其所持有的公司的绩效。

〔2〕 "Buyout Pioneer Quitting the Fray", *New York Times*, June 19, 1987.

〔3〕 George Anders, *Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business* (New York: Basic Books, 1992), p. 8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ers)[1]。[2]

这起收购的不同寻常之处，是它更像是“商人银行业”中的传统业务。商人银行业——在这一行业中，金融家自己成为他们为之安排融资的公司的“主要投资者”——在欧洲更为常见。在美国，这种银行业基本消失，承担中介职能的一般是投资银行家，他们按比例从所安排的交易中赚取手续费。在他还是个孩子时，科尔伯格对一个朋友的父亲—— 一位英国商人银行家——印象深刻。科尔伯格回忆说：“他有一张漂亮的卷盖桌子。他自己做老板，这一点深深吸引着我。因此，我把自己从事的业务称之为‘商人银行业’，因为我们随自己业务的兴衰而沉浮，而不是为了赚取费用。”[3]

这笔交易完成于1965年夏天，正好让乔治·罗伯茨—— 一位暑期雇员——目睹了这一事件。8个月后，公司公开募股，每股的原始定价为2.50美元，公共募股价格为11.75美元。但收购活动并非一蹴而就。交易商全身心投入，用募股收入偿还债务。在新的管理阶层（他们也都买了股份）领导下，企业增长壮大，开始进行收购，并把名字换为斯特恩登；4年后，公司以8倍于原始成本的价格出售。原始投资者增加其股权价值的简便，使许多人认为这是华尔街玩的花样。毫无疑问，这不是遭受怀疑和公众敌意的最后一笔杠杆收购，但它是科尔伯格进行的许多成功交易中的第一笔。

到60年代末，科尔伯格安排了三起更小规模的杠杆收购。1969年，当他雇用罗伯茨作为全职职员时，他已经把自己的前程定位为杠杆收购专家。罗伯茨是休斯顿一位石油经纪人的儿子，俄克拉荷马石油工程师雷·克拉维斯的侄子，雷是科尔伯格当时的老板赛·刘易斯的朋友。罗伯茨自看到杠杆交易的那一刻起，就认识到了杠杆创造高额利润的潜力，第二年，他就劝说他的表亲和朋友亨利·克拉维斯——他们曾一起在克拉蒙学院

---

[1] 在许多杠杆收购交易中，债权人获得在未来某日以等于或高于收购时的股票价格购买新公司股票的期权或购股权。这些所谓的股票期权起两个作用：它们为债权人强化或“滋润”了交易；通过给债权人所有权，降低了债权人和股东在公司陷入财务危机时的潜在利益冲突。

[2] George Anders, *Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business* (New York: Basic Books, 1992), pp. 7～8. 与亨利·克拉维斯的谈话，1994年5月12日。

[3] 与亨利·克拉维斯的谈话，1998年6月1日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求学——加入进来，参与他们不同寻常又有利可图的融资活动。[1]

在入伙之初，这个"三人帮"对自己所进行的业务并没有一个专门的称呼。他们做"融资"，只不过在这一过程中，碰巧使用了大量债务而已。直至70年代后半期，"杠杆收购"一词才出现——科尔伯格依然称其为"商人银行业"。后来，在被问及为什么他和他的合伙人会蔑视传统规范、利用债务收购公司建立自己的事业时，罗伯茨说："因为我们负担不起其他方式。"事实上，正如我们将看到的，原因远不止于此。[2] 把进行杠杆交易的可能性发展为专门的持久业务用了许多时间。关于小型私人企业的信息很难获得。（罗伯茨回忆道："主要的信息来源是丹·布拉德斯瑞特公司的报告和与公司的直接接触。"[3]）联合型大企业使用股份进行收购（60年代末，这股浪潮达到了巅峰），因此，很难找到十分适合于用债务融资收购的有着富裕资金的公司。并且，对于大型高杠杆交易，说服贷款机构也不容易。他们还没有达到其经验和规模会带来"合法性"的地步。

贝尔斯登——根据当代华尔街投资银行业标准，它是一潭死水——对科尔伯格的交易并不十分支持。它的公司融资专家更喜欢花精力于更"主流"的交易上。用行话说，收购意味着"被套牢"，在不景气的1973～1975年间尤其如此。把钱套牢在这种较长期的投资中，对当时的交易商文化而言不啻犯了天条。科尔伯格抱怨道："他们所谓的长期投资指的是隔夜投资。"他仍是合伙人，他的小收购班子还在赚钱；所以，他得以自行其是。克拉维斯和罗伯茨也很快成为了合伙人，并学到了许多东西——作策划、贸然给投资经纪人和公司打电话、认识和熟悉经理们。他们分析了大量损益表和资产负债表，用笔在黄色纸簿上作了大量计算。科尔伯格回忆说："那时还没有你能够轻松运行的计算机程序。"[4]

他们从失败的投资中吸取教训，其中包括对柯布勒斯公司的收购。这是一家制鞋公司，在它的首席执行官自杀后就四分五裂了；还有对一家广播学校的收购，它最后陷入破产。但是，贝尔斯登的大部分收购是成功的，在交易时就产生了丰厚的手续费收入，并在较长时期里带来了较高的投资回报。罗伯茨说："我们早期的收购活动与今天的基本没有差别，我们收购

---

〔1〕与科尔伯格的谈话，1998年6月1日。
〔2〕与乔治·罗伯茨的谈话，1994年6月13日。
〔3〕与乔治·罗伯茨的谈话，1996年5月17日。
〔4〕与科尔伯格的谈话，1998年1月6日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，经理们与我们一起投资。我们发挥治理作用，在5～7年的时间里是投资者，最后，我们卖掉股份，实现资本增值。"[1]还有一条规矩早就立下：在收购结束后，公司必须继续自主经营。没有合并，没有奥斯特罗姆式的控股公司，没有创建联合型"协和"企业的企图，没有交叉补贴。

随着科尔伯格的杠杆交易规模开始上升，交易类型也愈趋多样。贝尔斯登的收购组合逐渐包括了一些彼此十分不同的企业，如汤姆森电线公司、鲍伦·克雷产品公司、巴罗斯公司（一家珠宝制造商）和伊格尔公司。随着联合型合并浪潮消退，一类大型的重要收购对象，即所谓的"孤儿"出现了。例如，1972年向联合型大企业辛格公司收购瓦珀尔子公司，当时，其母公司和公司律师都对交易中的杠杆疑虑重重[2]；接着向拉克威尔国际公司收购了英卡姆国际公司。英卡姆是个规模非常小的子公司，没有得到母公司多少重视。但是，9 250万美元的收购价足以使它上了《华尔街日报》的头版。（科尔伯格班子的其他大部分投资均在1 000万到2 000万美元之间。）和瓦珀尔公司一样，英卡姆公司的经理们受到更大的自主权和持股的激励而干劲十足。特拉维斯用惯有的生动口气说道："他们一下子全是所有者了。没有了束缚，他们轻装上阵！"[3]

同样重要的是，三人小组开始巩固他们与逐渐专业于杠杆收购的保险公司中的债务经理和与银行家（特别是保德信保险公司、第一芝加哥银行和花旗银行中的银行家）间的关系。他们参与各起交易，有一些家族投资者和个人投资者，如M-T公司（威廉·汤尼）和威明顿证券公司（亨利·希尔曼家族），也参与进来，互为补充。这种关系使三人收购小组能够更可靠、更及时地组织债务和股权资金。在一个竞争的市场上，这一因素十分关键。他们与交易经纪人和投资银行家交朋友。他们与会计师、律师和这些人所在的机构建立了持久联系。时间可以作证，一些信得过的人，如德罗伊特—哈斯金斯—塞尔斯事务所中的辛普森，撒切尔—巴特里特事务所中的理查德·比蒂以及拉瑟姆—沃特金斯中的约翰·马克劳林等的服务对他们可谓是无价之宝。



"三人小组"无法筹措到股权基金，即从有意愿的股权投资者手中集中

〔1〕与乔治·罗伯茨的谈话，1996年5月17日。
〔2〕与科尔伯格的谈话，1998年1月6日。"他们不知道自己无需为公司在如此高的债务下走向破产承担责任。"
〔3〕与亨利·克拉维斯的谈话，1995年10月5日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一大笔钱，由收购专家担任投资人和一般合伙人。有这样一个基金，在寻找收购机会和更快地进行收购上就会有更大的灵活性。速度常常是赢得收购和把价格保持在合理范围内的根本条件。但贝尔斯登的公司融资部对此不感兴趣。科尔伯格和他的两位年轻的合伙人仍是圈外人。他们可能也是其行业中最为出类拔萃的；在积累了 10 年的经验后，他们学到了他们在以后需要的大部分技能，并且不断地磨炼着自己的业务水平。

随着时间的推移，三位合伙人形成了一些基本观点，这些观点构成了 KKR 式收购的基础。首先，目标公司必须有好的现金流特征——现金流必须稳定，至少是可以预测的。它必须有在 3～5 年的时间里大幅度降低债务水平，从而提高股权价值的明确潜力；有一位好的首席执行官，或者至少有这样一位人选。收购建议必须被目标公司的董事会接受（没有硬性“袭击”），必须能说服经理们入股。早期为收购提供贷款的人，数量虽然很少，却是贝尔斯登收购小组最热心的支持者，在对目标公司经理们做工作时帮助很大。例如，第一芝加哥银行中的银行家们就帮助科尔伯格等三人劝说瓦珀尔公司管理阶层进行交易。[1]

潜在的收购项目的价格很难确定。为了说服潜在的（常常是不情愿的）卖主，常常必须支付超过当前股价的溢价；收购的成功还要求买主不能付出太多。平衡这些相互冲突的压力要求“三人小组”有足够的自制力，能扔掉十分具有诱惑力的项目——哪怕根据偿债所要求的最保守的预测，项目的价格只是略高了一些。同时，还需要评估收购后风险能够得到控制的程度。收购的财务结构——包括债务的类型、数量和条件——必须尽可能准确地根据公司偿还债务本息的潜力小心安排。

最重要的是，所收购的公司的经理们必须同意投资其个人相当部分的净财富于股权中，这一点极为重要。成为了所有者后，经理们可能就会倾尽全力寻求和释放他们现在在其中拥有股权的资产的“隐含价值”。经理们把这一前景看作是独裁还是解放，可能是他们能否胜任这一任务的最重要的体现。就交易商而言，他们必须保证自己在收购后与经理们休戚与共。他们不能像一般中介商那样简单地一走了事。债务融资条款对所有有关方面都施加了约束。为了履行融资中规定的义务，公司必须有效率地开展经营——创造更多的现金流，更有效率地使用资源，更明智地投资。

［1］ 与科尔伯格的谈话，1998 年 1 月 6 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购的结构要求这种转变。债务约束与管理阶层持股相结合，促使经理们实现了预期的绩效，乃至更多。

收购者和经理们在开始时必须有明确的认识。所谓的“交易”，并不仅仅是融资交易本身：它是经理、债权人和收购者间就公司在今后5～7年里试图实现目标的一系列的计划和协议。这些认识以偿付时间和债务条款的形式包含于融资结构中，共同使债务约束、股权和高绩效标准三者环环相扣。

创建 KKR

1976年，科尔伯格、克拉维斯和罗伯茨离开了贝尔斯登，带走了自己的一些投资和他们与这些投资项目间的融洽关系，尽管前雇主试图阻止他们这样做。1976年5月1日，他们的合伙企业开张；在两个月似乎毫无结果的游说后，亨利·希尔曼为他们正在筹集的2 500万美元的股权基金带来了意外的支持。克拉维斯回忆道：

> 我尽力向希尔曼解释我们是谁和我们想要进行的事业。他说：“我将在两周里给你们答复。”过了约六七天，他的合伙人维斯·亚当斯打来电话。“你们不喜欢我们吗？”他问道。“你在胡说什么？”我说。他接着说道：“可我一直没有你们的音讯。”我解释说：“可是，维斯，我想你们会在两周的时间里答复我们。”他大笑，说道：“在你们出门的时候，我们已经决定了。我们要认购一半的股权。”我真的跳了起来。他将出资1 250万美元！[1]

他们出去拉别的人。尽管手中有希尔曼的出资证明，但还是遇到了一些困难。一些潜在的投资者对进行何种类型的收购和如何进行收购固执己见。一些人建议KKR组建董事会监督投资。但科尔伯格、克拉维斯和罗伯茨需要的是比这更大的自主权；他们需要的是消极的投资者。他们修改了计划，回头找自己的一小群朋友。新的募股说明书只要求提供够KKR 5年间开支的资金——他们认为，要检验自己的企业能否成功，5年

[1] 与科尔伯格的谈话，1994年5月12日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时间足矣。他们准备劝说八个投资者在 5 年的时间里每年各投入 5 万美元——总共 40 万美元(三个合伙人每年投入 10 万美元)。作为回报,外部投资者有权——但没有义务——审查和参与 KKR 进行的每一项投资。KKR 将对每个项目进行 1%的股权投资,拿走 20%的利润,这一点成为了 KKR 所有投资的惯例。亨利·克拉维斯的父亲雷·克拉维斯来了;科尔伯格带来了自己的两位朋友;还有三个人入股,包括芝加哥一家药品公司经理威廉·格拉哈姆。第一芝加哥银行的风险资本部是参与入股的唯一一个机构。希尔曼显示了他对这一项目的信心,缴纳了双份入场费。这样就完成了 KKR 一直试图筹措的八个单位的投资。[1]

格拉哈姆打电话给克拉维斯说:“亨利,我要参与你们所有的交易,因为我并不擅长选择项目。你们真的应该走出去筹集一个基金。”此时,KKR 已经完成了三个投资项目。三个合伙人被格拉哈姆的想法所鼓舞。1978 年,他们筹措了第一笔股权基金——根据风险资本模式建立了 3 000 万美元的有限合伙公司。基金投资者作为“有限合伙人”把一笔固定数目的资金委托给专家,即“一般合伙人”,后者承担全部债务,并在规定的时间里——这里为 6 年——决定把这笔钱投资于何处和如何投资。一般合伙人提供 1%的股权投资,承担所有债务,抽取一份不错的利润份额。KKR 抽取 20%。这第一个杠杆收购股权基金吸引了像 TIAA 这样的机构,以及花旗集团大陆伊利诺伊斯银行和太平洋银行的风险资本。出于对最早的投资者的感激之情,KKR 承诺他们可以继续投资 KKR 未来将进行的所有交易而无需支付额外的费用,虽然他们的个人资源相形见绌。[2]

确定收购框架

虽然杠杆收购没有固定的融资模式,KKR 仍发展了一些基本规则——KKR 未来的收购活动必须满足的一个基本框架。在其粗线条的计划中,KKR 用大约 10%～20%的股权资金和 80%～90%的债务资金收购

[1] 与亨利·克拉维斯的谈话,1994 年 5 月 12 日;与科尔伯格的谈话,1998 年 1 月 6 日;Anders,*Merchants of Debt*,pp. 44～45。

[2] 与亨利·克拉维斯的谈话,1994 年 5 月 12 日;Anders,*Merchants of Debt*,p. 46。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司。[1] 其中，优先级银行债务的偿还期限必须较短(5 年)，而次级债务一般期限较长。典型的 KKR 收购方案要求，公司在 5～7 年里偿还收购时发生的债务。

实现高股票回报率的关键是要认识到公司规模的增长不是创造价值的必要条件。杠杆融资把管理改革——有时是剧烈的，有时不过是经营上的“修修补补”——转化为资本增值。要粗浅地理解这一机制，设想一个全部由股权资本构成的公司被以 1 亿美元买下。在收购前，公司创造 1 000 万美元的现金流，正好可给股东 10%的回报率。收购行动使用了 9 000 万美元的债务资金和 1 000 万美元的股权资金。通过改善经营、更有效率地利用资产和更谨慎的资本投资，公司把现金流量从每年1 000万美元增加至 2 000 万美元。同时，资产价值既没有增加也没有减少。公司不支付股利，通过把这 2 000 万美元用于偿还债务，公司能够在大约 6 年的时间里还清 9 000 万美元的债务(利率为 10%)。最后，公司仍然价值 1 亿美元，但现在全部由股权构成。换句话说，最初的 1 000 万美元的股权投资转化为了价值 1 亿美元的投资，以复利计算，每年的回报率为 47%。[2]

在这一基本的收购框架中，存在着无穷的可能性。每笔融资都要与具体环境相一致，都得考虑到贷款人的偏好和所收购的公司的需要与能力。美国证券交易委员会前主席约瑟夫·格兰德菲斯特说：“当时许多人认为杠杆收购不过是小菜一碟，这种想法真是天真。”[3]

KKR 在 1977～1980 年间进行的前六次收购说明了可能性之多样。A. J. 工业公司是一家摇摇欲坠的联合型大企业，但它有一个关键的核心业务和一位执着的首席执行官。L. B. 福斯特是一家准备清盘的家族企业，和后来收购的美国自然资源公司(USNR)一样，业务呈周期性变化，现金流不太稳定。侯戴勒是一家公众公司，是基本产品的分散化制造企业，产品填补市场空白。萨金特工业公司主要依靠国防市场——，这是一家技术含量低、“虽烦人但很靓丽的企业”——KKR 合伙人鲍勃·马克唐纳说。这家公司管理得不错，有着大量的闲置现金流量。和上述企业不同，F. B. 卡

[1] 过去 25 年里，KKR 交易中的杠杆比率事实上波动很大。
[2] 这一模型与根据 1977～1990 年间 KKR 的交易数据计算出来的结果一致。KKR 持有的所有公司，从收购时到出售时资产账面价值的平均变化差不多为零，但股权价值平均每年增长 30%多。
[3] 与约瑟夫·A. 格兰德菲斯特(Joseph A. Grundfest)的谈话，1996 年 6 月 27 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



车运输公司是一家服务提供商——受管制的普通运输公司。

这些公司有一个共同点，那就是它们的股票“价值被低估”。有一点必须记住，价值被低估的资产一般不是由无效率的公开市场和私人资产出售者的无知造成的。所谓的价值被低估的资产更可能是对管理不善的证明。在美国的大公司中——在一个强调规模增长而不是价值创造，以及鼓励以牺牲股利为代价常常支出无度的环境中——激励机制的扭曲往往导致广泛的和普遍的价值破坏。同样的问题也困扰着小公司，甚至更为严重。

在70年代末的家族企业和小型上市公司中，预算和收入预测相当粗糙，并多是估测。即使在“经营良好”的公司中，资产的利用和投资回报率等都很少经得起严格审查。在小型企业中，极聪敏和用心的经理们很少接受过最好的经营技术训练。而且，如果他们本人不是所有者，他们几乎没有直接动机严格控制成本或主动寻找新的机会。或者，经理们可能只是缺少资源，无法为能最大化长期效率和获利能力的项目筹得资金。这种粗线条的概括可能并不适用于所有情况，但确实有许多小公司符合这一特征。许多小公司中有“优秀”经理，他们能迎接机会和所有权的挑战。

KKR的第一笔投资——1977年4月收购的A.J.工业公司——就有一位十分优秀的经理，当时，他的潜力远未发挥出来。A.J.工业公司很小，只需要2 560万美元的收购资金；但是，很难筹措到这笔钱。股票的收购价格为A.J.工业公司当时公开市场价格的2倍。债券市场风声鹤唳，KKR甚至很难说服那些他们在贝尔斯登曾与其成功合作过的贷款人，通过对A.J.工业公司混乱的经营施加高杠杆而一搏。A.J.工业公司与KKR当时寻求的那类公司的一般特征完全吻合——“主要业务在制造业，是管理有方和现金流可观的‘金属曲弯机’。”[1]但是，别人很难了解这家公司的前景——它制造悬置系统、重型刹车器、汽化器、空中加油系统、燃油和红外加热系统、金属装置、金属铸件和贵金属采矿装置（它还拥有未改良的地产和工业房地产）。KKR对A.J.工业公司管理阶层内在质量的判断很难让人相信。保德信保险公司拒绝为这笔交易提供贷款可谓给了KKR当头一棒，这使KKR无法获得它希望保险公司——它们通常参与“基础工作”——提供的从属债务融资。KKR被迫用1 700万美元的银行债务为收

[1] 与雷蒙德·欧吉菲（Raymond O'Keefe）的谈话，1994年6月16日；与乔治·罗伯茨的谈话，1994年4月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购所需的全部债务融资。根据预期风险，银行提供了抵押贷款。（普通股股权投资不到全部融资的 8%，银行债务和普通股股权投资间的差额部分，由一小群投资者认购优先股和 A. J. 工业公司 160 万美元的现金余额补足。[1]）

幸运的是，A. J. 工业公司有雷蒙德·欧吉菲，此人充满活力，富有感染力，在新体制下，干劲冲天。欧吉菲抓住了 KKR 给他的自主权。在沉重的还债压力下，为了实现预算目标，他马不停蹄地工作。仅仅用了两年的时间，欧吉菲就重整了 A. J. 工业公司，使其恢复了活力，创造了足够多的资金，把所有银行债务转换为了非抵押债务[2]。

L. B. 福斯特是 1997 年 8 月完成的一笔 9 420 万美元的收购项目，它更合 KKR 的胃口。L. B. 福斯特以匹兹堡为基地，为石油和天然气业制造和提供钢管；同时也为工业、公路和建筑市场制造产品。它是一家私人公司，管理有方，有很好的增长前景和不错的名声。L. B. 福斯特的问题是，它的大部分销售是周期性的，这可能会毁掉公司的偿债能力。克拉维斯领导了融资活动，他认为，KKR 的收购正好发生在"周期的转折点上"，特别是公司主营的石油和天然气市场正出现转机，收购时机可谓恰到好处。如果确是如此，在近期和中期里，现金流是有保证的，企业会生产出足够的现金偿付大部分短期债务，而不用大幅度调整业务或出售资产。

在对 L. B. 福斯特的收购中，贷款人比较容易被说服。L. B. 福斯特的收购资本结构与 KKR 在 80 年代初的一般交易模式十分吻合。五家机构提供了可展期的银行贷款，占全部融资的 23%。由保德信保险公司领导的机构贷款人提供了近 6 600 万美元的优先和次级从属债务并认购了两类优先股。债务投资者同时持有股权的"组合"融资是在发生财务危机时提供灵活性的一种机制。由于债权人通过股权分享了企业良性发展的一面，因此，如果企业无法偿付债务本息，债权人不大可能会逼它提前还债。在对 L. B. 福斯特的收购中，事实证明，这种灵活性是多余的；当 L. B. 福斯

〔1〕 见书末的数据来源说明。

〔2〕 KKR 自成立之初，一直厌恶使用抵押融资机制。其他收购企业通常依靠抵押债务融资，但是抵押债务融资的有关条款影响到 KKR 在第一步重整中最看重的一个因素：灵活性。在交易结束时，A. J. 的债务—资产比正好为 2/3，用杠杆收购标准衡量，这一比率并不很高。但是，与抵押融资联系在一起的灵活性的丧失（与贷款人讨价还价的能力削弱，在资金短缺时无法出售资产）却是 KKR 最关心的问题。罗伯茨问道："你想要哪一个：低杠杆而没有灵活性还是高杠杆却有灵活性呢？"他是在反问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特于 1980 年上市时，它已偿付了 1/4 的债务，1 700 万股股票以每股 17 美元的价格出售，而每股的原始价值仅 1.43 美元。公司业绩大大超出了收购时最乐观的预测，这主要是通过严格控制管理成本和积极的营销战略实现的。

在 80 年代初的那次衰退中，L. B. 福斯特因为其核心市场的萧条而暂时受挫，这是基本的融资战略所没有想到的。这一事件就周期性业务的杠杆风险给 KKR 上了一课。以华盛顿为基地的 USNR 也处在周期性市场上。这是一家为森工行业提供重型设备的制造商，同时还经营煤矿，出售岩石、沙和砾石以及工业品。1977 年，它的股票跌到了面值以下——尽管在跌跌撞撞几年后出现了上升的势头。公司管理阶层和董事会决定把它出售，消息传出，马上涌来了大量买家。KKR 以每股 8.25 美元的价格共 2 220万美元中标，这一价格远高于公司股票的新高 5.60 美元。

在投标时，KKR 进行了颇具特色的分析和定性判断。首当其冲的还是其一贯的严谨：仔细评估公司账户、信用历史、资产、纳税情况、市场和管理阶层。但罗伯茨承认，任何收购最终总是投机性的，他说：

> 你尽自己的支付能力和融资能力去竞标，最终还得有一个不错的回报。我们的想法很简单，如果它在五六年的时间里能使你投入的资金增值到 3 倍或 4 倍，那么它就是一项好投资。我们并不依赖二十几页计算机输出的结果——各种数字和各种资产负债表。大量决策是凭直觉作出的。[1]

USNR 的管理阶层购买了 20%的股权，干劲十足，公司经营蒸蒸日上。7 年后，通过出售资产、收购新的项目和加强日常管理，公司为 KKR 合伙人原始股权投资创造的回报以复利计算达到了 40%的年收益率[2]。1985 年，KKR 帮助管理阶层融资进行了杠杆"回购"，使他们成为了企业的多数股东。

最早三起成功的收购反映了 KKR 正在形成的基本收购模式。它们都依赖对资产的有力管理、明智地出售和收购资产，以及组织的平衡增长。这些措施与杠杆融资相结合，产生了极高的股权回报率。现在是时候看一

〔1〕 与乔治·罗伯茨的谈话，1994 年 4 月 18 日。

〔2〕 如果没有说明，KKR 投资收益反映自收购时起公司股权的全部经济价值的变化。KKR 有限合伙人的收益在减去 KKR 的所得（利润的 20%）和基金管理费（所投入资金的 1.5%）后，结果归纳在附录中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下 KKR 的杠杆收购模式对更大规模的收购活动能否行得通了。

突破：侯戴勒工业公司

收购侯戴勒工业公司——第一起对一家中等规模的公众公司的现代杠杆收购——震惊了华尔街上的所有人。侯戴勒还称不上是一家大公司，但是，根据当时的标准，它确是一枚重磅炸弹。开始时，几乎没有人——包括当时受雇于侯戴勒的高盛这种著名的投资银行中也没有人——相信这种公司能被人买下来，同时还会有利可图。虽然不像大部分收购那样杠杆程度很高，但侯戴勒债务融资的复杂性和颇具创造性的多层证券结构，着实给交易商、公司管理阶层和美国证券交易委员会等上了生动的一课。也许还不仅仅是一笔交易那么简单，侯戴勒掀起了 80 年代的杠杆收购浪潮。

1929 年，侯戴勒推出了第一台减震器；50 年代中期，当汽车公司开始更多地组装自产的零部件时，侯戴勒开始分散化经营。它最早的收购行动是收购新泽西和佛罗里达的建筑企业。1957 年，侯戴勒收购了一家机械工具公司，此后就迅速扩大在机械工具和管道及其他工业品上的投资。到 1977 年，管道占了企业销售额的 58%和利润的 68%。

侯戴勒持有 5 500 万美元资金，只有 2 500 万美元债务，是个极佳的收购对象。1978 年 7 月，《纽约时报》专栏作家罗伯特·梅茨在《接管希望与侯戴勒》一文中，分析了侯戴勒成为绝佳收购对象的原因。侯戴勒的首席执行官杰拉德·萨尔塔雷利当时已超过了正常的退休年龄。公司资金充足，在它十分保守的资产负债表上几乎没有债务。它有大约 5 500 万美元的税前利润，对任何潜在的收购者来说，它的每股价值应该在 35～40 美元之间。而它当时的市场价格在 14.25 美元上下浮动。几个买家对这篇文章产生了兴趣，侯戴勒迅速被位于纽约布法罗的雅可布家族盯上了，他们开始大量收购公司股票。



萨尔塔雷利自 1948 年起就在这家公司工作，他为自己雇员的命运和他们努力建设的事业担心。他决定不把侯戴勒卖给敌意接管者。现在，他唯一的选择就是找一个“友好”的买家，一个愿意与公司管理阶层共事的买家。投资银行高盛的工作是把公司拍卖出去，在合并中找到这样一位买主。科尔伯克和克拉维斯知道高盛公司的彼得·萨克斯是侯戴勒聘请的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行家，他们请他安排与侯戴勒管理阶层会晤。萨尔塔雷利开始时并不情愿，后来终于同意于 1978 年 8 月在公司的新总部会见科尔伯克和克拉维斯。萨尔塔雷利注重细节（他接受过律师教育），对债务有一种天生的恐惧感（他的哥哥在大萧条中损失了一家建筑公司），开始时他认为 KKR 的方案荒诞不经。按照他那一代人的"正确"经营方针，他在担任首席执行官的整整 15 年的时间里，侯戴勒几乎没有任何负债。他不愿改弦易辙。

1978 年 8 月，萨尔塔雷利和他的三位主要副手——汤姆斯·柏恩布里奇、菲利普·欧雷利和唐纳德·波伊斯——会见了他们的合伙人唐·海德里奇。经理们"难以置信地" 听着 KKR 讨论现金流。海德里奇怀疑，是否有人会为这么大的一笔交易提供资金。KKR 鼓励经理们对海德里奇最糟糕的情形作出预测；克拉维斯小声对海德里奇说："如果他们同意做这笔交易，我们还得想法子把钱筹来。"

波伊斯回忆道，侯戴勒的经理们不停地摆弄着数字，计算在不同的债务、优先股、股利和利率水平上情况会怎样，"在捣弄了大半天后，我们认为杠杆收购行得通"。直到 10 月，侯戴勒还把 KKR 晾在一边。面对着来自其他买主的压力，萨尔塔雷利回到了谈判桌。这是一个奢侈的等候期。没有人提出正式的报价。侯戴勒的主营业务蒸蒸日上，还没有人预见到第二次中东"石油冲击"，因此，虽然根据历史标准来看，利率已经很高，但实际上已经是相当低的了。对收购联合型大企业，融资市场充满怀疑，特别是在交易规模又这样大时；而有着 18 个独立经营单位的侯戴勒看起来又十分复杂。此时，欧雷利和波伊斯一直苦苦地试图消除他们老板对债务的恐惧。最终劝说首席执行官听取 KKR 收购计划的是萨克斯，他触动了萨尔塔雷利的信托责任感，萨尔塔雷利要为股东争取到最高的可能价格。萨克斯告诉他，高盛不大可能成功地为侯戴勒安排合并。[1] 科尔伯格记得萨尔塔雷利当时说："我老了，承受不了债务的压力。"但是，他觉得这对公司和他的员工都是一件好事情。[2]

最后，萨尔塔雷利看到，KKR 确是严肃地接受了侯戴勒的管理阶层换班方案（萨尔塔雷利和柏恩布里奇要退休），双方原则上达成了一致。12

---

〔1〕 Anders, *Merchants of Debt*, pp. 26～36. 我们对侯戴勒的大部分认识来自与下列人士的谈话：乔治·罗伯茨，1994 年 4 月 18 日；亨利·克拉维斯，1994 年 5 月 12 日；汤姆斯·哈德森，1994 年 6 月 6 日和 1995 年 5 月 17 日。

〔2〕 与科尔伯格的谈话，1998 年 1 月 6 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 26 日，KKR 宣布了它初步的合并协议，以 40 美元的价格收购普通股，以 50 美元的价格收购优先股。在收购谣言传开前，普通股的价格不到 10 美元，KKR 方案宣布后，股价上升到 20 多元，最高时达到了每股 31 美元。萨尔塔雷利认为，40 美元已经很不错了，他对股东利益的关心有了结果。

在那时，KKR 和侯戴勒年轻的经理们已经制订了一份详细计划。罗伯茨解释说："一切都非常简单。"侯戴勒在不知疲倦地生产着现金，它有一些好业务，也有一些差业务。波伊斯说，他们计划出售建筑材料和汽车产品这两块业务。[1] 制造镀铬保险杆是一个盈利颇丰的业务，但由于产品不能符合新的管制标准，所以公司将逐步淡出这一领域。事实上，对一些不理想的业务领域，管理阶层已经对可能的买主有了相当程度的了解；收购行动为出售这些资产提供了契机。剩下的主要是机械工具和工业产品等一些核心业务。但是，没有人预见到美国机械工具业的败落已指日可待，80 年代来自日本和其他国家的竞争，使美国在这一行业里丧失了 2/3 以上的国内市场。

罗伯茨记得在 KKR 宣布它要收购侯戴勒时，"无数人打来电话问，'你们将怎样操作？'我记得自己回答说：'没有金钢钻，我们就不会揽瓷器活。'"虽然他马上就后悔自己的虚张声势，但这却给 KKR 带来了意想不到的好处。有人不抱怀疑，那就是大陆伊利诺伊斯银行饥渴的年轻贷款人迈克尔·塔卡尔茨，他当时正在寻找股票价值被低估同时有着很强的现金流的公司。早晨五点，在上班的路上，他读到了 KKR 的收购意图，马上就给侯戴勒和 KKR 的办公室打电话，"我让电话铃响了大约两个小时"。克拉维斯最后接了电话，塔卡尔茨保证他的银行会投入 3 000 万美元。其他人也迅速跟进。[2]

KKR 预计大约需要 6 000 万美元银行贷款——分别由大陆伊利诺伊斯银行（3 000 万美元）、银行家信托基金（1 500 万美元）和哈努佛基金（1 500 万美元）提供——并由他们心目中最可靠的盟友保德信保险公司认购优先级和次级债务中的大部分（15 000 万美元），KKR 开始筹措大约 38 000万美元的资金（见表 2—1）。股权部分在全部融资中只占较小份额，



〔1〕 与乔治·罗伯茨的谈话，1994 年 4 月 18 日；与波伊斯的谈话，1994 年 7 月 14 日。

〔2〕 与乔治·罗伯茨的谈话，1994 年 4 月 18 日；与迈克·塔卡尔茨（Michael Tokarz）的谈话，1994 年 6 月 6 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本上可以通过刚刚筹得的 1978 年基金提供。事与愿违，保德信保险公司并不像先前想象的那样坚定。新泽西州前州长罗伯特·梅奈尔是这家保险公司的董事，他反对这起收购。克拉维斯知道，没有保德信保险公司的参与，交易要泡汤。保德信保险公司的贷款官员花了一些时间说服公司入伙，在这之后，还有组织大量小债权投资者的问题。直到 1979 年 5 月，在一些复杂的金融工程结束之后，KKR 才得以完成交易。

表 2—1　　　　　　　　侯戴勒工业公司：资金来源

	所投入的资金（千美元）	占全部资金的比例（%）	在彻底稀释后股权中的比例（%）
多余资金	26 000	6.8	
银行展期贷款	60 000	15.8	
优先级票据	140 000	36.8	
优先级从属票据	75 000	19.7	10.0
次级从属票据	31 500	8.3	
优先股	23 500	6.1	
普通股	24 946	6.65	
管理阶层			10.0
优先股股东			24.4
次级票据持有者			25.2
KKR& 投资者			30.4
全部资金	380 946		

与此同时，侯戴勒公司的管理阶层开放工厂，让各种各样的贷款人考察。当时还没有 80 年代中期的那种"路演"——没有那种为一屋子急切盼望花掉所在机构的钱的潜在投资者准备的正规的豪华展示。这是一场吃力的推销；贷款人必须亲自去考察。总之，KKR 设法拉来了 17 家机构，认购了三类债券—— 一些债券附有购股权和优先股。派在保德信保险公司（它认购了 7 480 万美元的优先票据和 4 000 万美元的优先级从属债券）后面的最大参与者是 TIAA（它出资大约 2 500 万美元，三种债务它全都认购）。其他参与者主要是保险公司，它们认购得较少。管理阶层主要是欧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷利和波伊斯，他们以和KKR合伙人相同的价格——每股2.52美元——认购了公司股票。[1]

除了为杠杆收购的规模奠定了新标准外，侯戴勒公司还演示了，创造性的融资操作如何既能提高现金流又能增加交易回报。在KKR为交易四处拉投资者时，位于北卡罗莱纳州的德罗伊特—哈斯金斯—塞尔斯会计事务所的领导汤姆斯·哈德森姆还提出了一条建议，以进一步降低侯戴勒公司的税负和创造更多的资金来偿还债务。哈德森与他的同事迈克尔·姆考尔米克一起度过了许多开心的时光，讨论着一些税收问题的创造性的解决方案。

> 有时，我们会找一间屋子，只有我们俩和一幅挂图，我们开始画结构图，玩“如果……会怎样”的游戏。如果这样做，会怎样呢？把各种资金放在何处？从步骤A移到步骤B再到步骤C时，会有怎样的风险？我们玩着这类战争游戏，试图找出一种行得通的结构。[2]

终于，他们能够把自己的想法付诸实践。哈德森以他那惯有的文雅和浑润的声音带领着KKR合伙人跋涉在税法的章节之间。他细致入微地向克拉维斯展示了侯戴勒公司的工厂、设备和存货是如何低于其全部市场价值的。他确信自己能够通过重新评估所有资产包括无形资产，合法地使侯戴勒公司的账面价值增加1亿美元。侯戴勒公司的大部分工厂是在高通货膨胀前购入的。在账本上，这些资产的名义价值被定得很低。哈德森公司复杂的计算——考虑到一切：从工厂、设备和存货到知识产权如专利、图纸和其他软件——指出，调整后，折旧资产的“增值”又能使侯戴勒公司在关键的前几年里减少税负达1 500万美元。

只要采用税法中的某些技术，就能做到这一点。收购的是侯戴勒公司的股份而不是资产，收购后应接着把所收购的公司清盘。以这种方式，就

---

〔1〕 交易完成后，萨尔塔雷利(Saltarelli)按计划退休。离开企业时，他还在抱怨KKR索要的收购手续费过高。他肯定不满意企业中的新秩序，但他却使股东和他本人变得更加富有。他带走了1 062 432美元的一次性支付，出售自己手中的侯戴勒股票又拿到了520万美元，此外还有丰厚的退休金。欧雷利(O'Reilly)成为了新的首席执行官，薪水从110 000美元涨到了200 000美元。波伊斯(Boyce)任首席财务官，薪水从60 000美元涨到了100 000美元。他后来接替了欧雷利的职务。这些薪水和他们持有的股份，是胡萝卜。大棒是公司融资结构中的3亿多美元的债务。参见：Anders, *Merchants of Debt*, pp. 26～36，以及与亨利·克拉维斯的谈话，1994年5月12日。

〔2〕 与哈德森的谈话，1994年6月6日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纳税目的而言，购买价成为了成本基础；出售者不必为通过价值调整而实现的增值纳税；购买者从所增加的折旧中得到了税收上的好处。这一程序要求成立壳公司，由壳公司安排借款和执行德罗伊特的在无税负基础上面向现股东的购买和清盘策略。根据有关法规的规定，只要清盘在 12 个月内进行，就能做到这一点。1978 年 3 月 5 日，克拉维斯主持了其中一个壳公司 HH 控股的会议，乔治·安德斯对此有生动描述：

> 接下来便是《爱丽斯漫游仙境》……克拉维斯忙得团团转。他提出了 18 个提案——从公司公章到公司在收购侯戴勒公司中的角色等一切。以一票对零票一致通过的表决结果，他签署批准了所有的提案。几天后，克拉维斯又为 HH 收购公司（另一家壳公司）做了同样的事。[1]

繁复的纳税策略和侯戴勒公司融资的规模和复杂性，推迟了交易的结束时间。交易之错综复杂让侯戴勒公司的律师们看不懂，他们为保护侯戴勒公司的董事们免于司法风险而焦虑不安。这笔交易受到了美国证券交易委员会近乎显微镜式的审查。此前不久，美国证券交易委员会提高了涉及公众公司的交易的信息披露标准。一切都通过了审查，在 KKR 竭尽全力用潮水般的文件满足了律师、监管机构和侯戴勒公司股东之后，侯戴勒公司于 1979 年 5 月 4 日不复存在。侯戴勒公司的收购说明书包含了一幅复杂的极不完全的示意图，描述了与这起交易有关的公司间的所有关系，在华尔街会计圈子里，这幅图成了抢手货（见图 2－1）。

在侯戴勒公司交易中，从税收中所得到的好处意义重大，其中包含的税收会计上的复杂操作使德罗伊特成为了 KKR 永久的合作伙伴。资产评估技术、避税技巧、影子公司等成了 KKR 收购技术中最重要的组成部分[2]。

---

[1] Anders, *Merchants of Debt*, p. 34.

[2] 当收购对象的账面价值低于市场价值时，影子公司是实现低税负收购或零税负收购的有利途径。在概念上，影子公司的运转机理是这样的：假设收购对象有一些收购方想甩掉的资产。在当时的税法下，收购方可以为收购活动组织一个母公司，该母公司再成立两家子公司，我们称其为 S1 和 S2。收购方向两家子公司投入资金，数量分别等于其不想要的资产和想要的资产的公平市场价值。S1 和 S2 联手购入新公司，然后通过一系列零税负的公司间资产转移，所有不想要的资产由 S1 持有，想要的资产由 S2 持有，各自的价值与它们在控股公司中的价值成正比。由于 S1 的价值为在组建它时所投入的资金，其资产能以预期的较高的市场价值处置掉而不必为这一价值和较低的账面价值之间的差额纳税。1987 年，影子公司在法律上被废止，此前，在大型收购活动中，如收购彼特莱斯公司和沃尔特公司，这一技术帮助 KKR 降低了税负。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种纳税和会计技术即使对总收益没有影响(高收益通过改善资产管理实现),但仍举足轻重,能使 KKR 的标价高过其他企业。KKR 要保持住优势,就必须不断创新。KKR 有"影子公司",但没有烟雾、没有交易秘密、没有独家技术。税收会计和融资结构中的任何创新都是透明的。新点子会迅速传到其他企业中,水平高超的交易商们各领风骚。KKR 要一马当先就必须不断开发新技术。

侯戴勒公司还得苦苦挣扎一段时间。收购后直至 1991 年,侯戴勒公司的管理阶层一直在降低成本和改善现金流——部分是通过出售经营不善的资产实现的——它的经营利润也一直在上升。1981 年,机械工具业务遭遇了灭顶之灾。[1] 公司情况糟糕之至,差点破产,但在 1984 年收购沃伦拉普公司(一家工业抽水机制造商)时,它已恢复了元气。是年,KKR 为侯戴勒公司安排了再融资,让急不可耐的投资者变现,同时增加 KKR 和管理阶层在企业中的持股比例。在侯戴勒公司重整之后,英国人控股的 TI 工业公司向侯戴勒公司发出收购建议。TI 所觊觎的是约翰·克雷恩公司,侯戴勒公司拥有的一家十分成功的子公司,它制造包装机。[2] 这使 KKR 激动不已,它的基金在 1979 年实现了 33.9%的年回报率。故事并未结束:TI 网罗到了自己的心爱之物,心满意足,在交易后数周里,它同意把侯戴勒公司剩下的部分卖回给 KKR。在此基础上,一家新公司——Idex——成立了。KKR 以每股 0.06 美元的价格投资了 730 万美元于 Idex 的普通股上,1997 年,它的市场价格在每股 40 美元左右。

侯戴勒公司交易改变了杠杆收购市场。1978 年 7 月,当《纽约时报》盛赞侯戴勒公司被收购的前景时,它的股价升到了 30 多美元;而在此前三个月,股价一直在 20~25 美元之间徘徊;1978 年 10 月,股价跌到了 21 美

---

[1] 和钢铁业、汽车业一样,在美国机械工具行业最脆弱时,日本人大举入侵美国市场——这一次,日本人利用的是坚挺的美元和美国的经济衰退。1982 年 11 月,美国机械工具行业定单和前一年相比减少了 55%。日本公司在美国市场中的份额增加到 60%。侯戴勒的一家子公司,以明尼波利斯为基地的迪—阿科勒(Di-Acro)破产;另一家子公司,位于洛杉矶的伯格马斯特(Burgmaster Corporation),曾一度利润丰厚,但当时每月亏损 100 万美元。KKR 和侯戴勒的管理阶层坚信日本机械工具生产厂商在"倾销"——低于成本出售——但他们没有得到联邦政府的支持。与波伊斯的谈话,1994 年 7 月 14 日;与亨利·克拉维斯的谈话,1994 年 5 月 12 日。

[2] 克雷恩(Crane)是通过一种所谓的"杠杆收购中的杠杆收购"——波伊斯就是这样说的——取得的。KKR 坚持严格的杠杆收购精神,不允许克雷恩(Crane)把自己的资金与侯戴勒的资金搀合在一起;它用自己的盈利偿还债务。这使克雷恩摆脱了侯戴勒的现金流问题,并在后者的管理之下健康发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元以下。在10月末，当KKR宣布了它的40美元的收购价之后，股价回到了它在1978年2月末的36美元的水平上，套利商们个个摇头，交易在所宣布的价位上完成。在KKR完成交易之前，侯戴勒公司的市场价值不曾反映过KKR对自己出价的信心(见图2—2)。

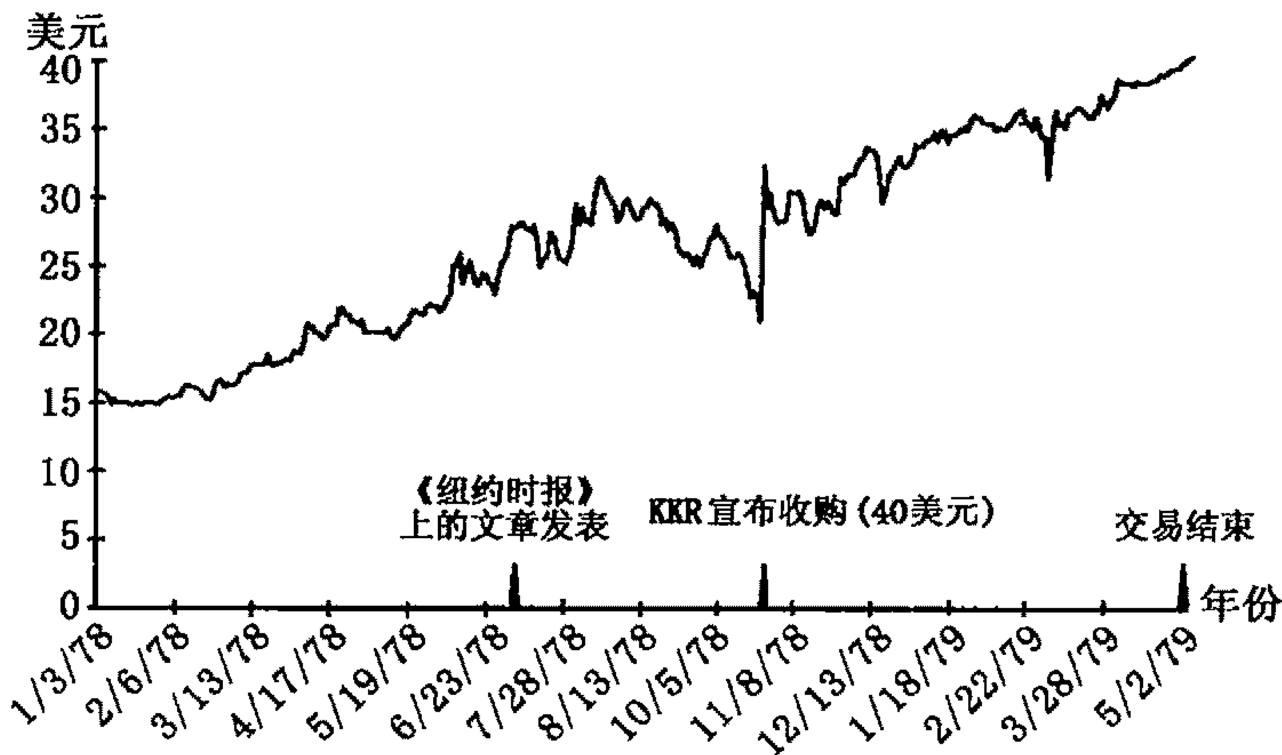


图2—2　侯戴勒公司的股票价格(1978～1979年)

侯戴勒公司的成功吸引了一群新机构开始为杠杆交易提供资金，越来越多的公司把自己或子公司作为杠杆收购对象推了出来。1981年，KKR做了6笔交易——尽管通货膨胀率达到了两位数、利率上升，全国的交易数量仍接近100起。在1982年的衰退中，总的数字上升到了164起。当时，前财政部长威廉·西蒙的企业——威斯瑞公司，投入100万美元的杠杆收购股权投资，在16个月的时间里增值到7 000万美元。1983年，美国共完成了230起收购，总融资达45亿美元。从那时开始直至第一次大收购浪潮于1990年结束，年平均杠杆收购数量为300多起。在这一时期，KKR把注意力放在了少数几起大型交易上。[1]

收购数量的上升伴随着竞争程度的加剧，特别是对那些有较高素质的潜力企业。最后，甚至主流投资银行如摩根士丹利、交易商如所罗门兄弟公司和经纪巨头如美林公司也组建了自己的收购部。然而，随着交易规模上升，进行高风险投资的诱惑也在增加。KKR在合理地保证债务资金能够偿还的条件下，要能够提出有竞争力的报价，就需要严明的纪律和不断创新。

〔1〕这一时期里，KKR的收购活动虽然不到40项，但在收购的总的市场价值上走在了前头。在收购RJR纳比斯科之前的1977～1987年间也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

塑造债务约束

在80年代，无论是在投资规模还是投资形式上，KKR一直是杠杆收购这一虚拟产业的领头羊。灵活性是其交易一直成功的关键。KKR决定收购的各家公司（根据KKR日益壮大的专业队伍的考察记录挑选出来）展现了不同的机会和问题。仅仅确定公司的股票价值被低估并不够；对在何处释放价值和如何释放价值必须有清醒的认识。1986年加入KKR，对每笔收购交易是多么特殊和融资前每个人头脑中必须有多大程度的认识，深有体会：

> 开始时，在购买前，必须认识到公司的目标是什么，管理阶层对实现这些目标是如何考虑的，需要哪种类型的资本，对研究开发、人员、设备和软件等进行何种投资。然后，我们调整资产负债表，向公司合理地注入债务……[1]

有了这种准备，KKR就能够设计针对目前环境和所预期的长期环境的组织结构和资本结构了。在一些情况中，环境要求对增加资产价值的最佳方式有深刻的认识。在其他情况中，需要为收购设计创造性的融资方式，否则，收购行动可能会泡汤。在任何情况中，要使管理阶层把精力放在最大化战略效率和经营效率上，设计交易中的债务和股权结构十分关键。

杠杆收购的一个基本信条是价值创造不一定来自企业规模的增长。诺瑞斯工业公司是1981年12月份完成的一笔融资达42 000万美元的交易，它说明了债务如何帮助提高公司的价值，即使公司资产在减少。诺瑞斯开始时是一家好公司，管理得不错，产品抢手。在被KKR收购前，诺瑞斯在汽车零部件、建筑产品、军事器材、生活用品等行业内的产品线受到市场周期性衰退打击。其收购资本结构中近88%的债务便是因为预测到了周期的逆转，建立在公司管理阶层会继续勤勉工作足以应付债务偿还要求的基础上。公司首席执行官杰克·闽尼削减了资本支出，卖掉了最薄弱的业务，公司出售了600万股股票，募股收入中的很大一部分用于赎回债务。[2] 事实证明，经济复苏推动了销售，债务偿还之快远远超过了预期。

---

〔1〕 与吉米·格林(Jamie Greene)的谈话，1996年6月27日。
〔2〕 与亨利·克拉维斯的谈话，1995年5月17日；与哈德森的谈话，1995年5月17日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仅仅两年时间，诺瑞斯公司偿还债务已达一半以上，并把价值近 4 000 万美元的从属债务完全从资产负债表上抹去。1984 年第四季度，KKR 安排以 46 000 万美元的价格加上承担债务的条件，把诺瑞斯公司出售给了马斯科工业公司。在这 5 年的时间里，诺瑞斯公司资产面值从 56 000 万美元下降到 49 100 万美元，而股权却在上升。KKR 的原始投资实现了超过 85%的年收益率。

为鼓励具体的管理改革，融资结构也以高度精确的方式进行了设计。以弗雷德·梅尔公司为例，它有 65 家零售店，业务主要在美国西北部，出售日用品和食品，有一家牛奶厂、一家面包房、一家冲印厂、一家药品厂和一家食品加工厂，主要通过自己的店出售产品。弗雷德·梅尔公司需要 53 300 万美元的融资。通过设立一家合伙企业收购公司的房地产，KKR 筹措到了资金。它还专门设立了一家企业收购弗雷德·梅尔公司的零售业务。资产的分割使两个新企业——它们有不同的财务特点和发展前景——更有效地承受债务负担。弗雷德·梅尔房地产公司的收购价为 30 400万美元，弗雷德·梅尔收购公司(零售业务)的收购价为 22 900 万美元。罗伯茨提议，把公司分割为两个独立的融资单位来为收购弗雷德·梅尔公司筹措资金。罗伯茨发现，公司价值被低估的部分主要由房地产构成，包括许多商店用地。许多商店以低于当前市场价值的固定价格租赁出去。如果调高房地产和租赁的价值，使其反映真正的市场价值，房地产合伙企业就能筹措到很大一笔钱。如果需要的话，还可以把房地产出售。[1] 通过与经营公司重新谈判房地产租赁合同，使其反映市场利率，KKR 消除了先前零售经营业务享受的交叉补贴。这改变了经营公司经理们的行为方式。为更好地使用资产，经理们调整了重心，控制企业规模，关掉了一些商店，提高现有产业的获利能力。和其他融资方式相比，这种两部分融资战略促进了经理行为的转变，这正是收购成功所需要的。[2]

恰当的融资结构能使不切实际的交易起死回生，KKR 的第一个合作

---

[1] 弗雷德·梅尔房地产公司(Fred Meyer Real Estate Properties, Ltd.)以一种只有税收会计师和律师能读得懂的复杂方式创立。它收购了 FMI 全资拥有的房地产、租用的房产。它还以 34%～74%不等的所有权收购了 FMI 在七个关联房地产公司——它们把土地和建筑物租赁给弗雷德·梅尔经营公司——的部分。与哈德森的谈话，1995 年 5 月 14 日。

[2] 与乔治·罗伯茨的谈话，1995 年 2 月 9 日；与迈克尔·迈克尔森(Michael Michelson)的谈话，1995 年 5 月 16 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目——它对德州联合石油公司(UTP)的收购——就说明了这一点。

德州联合石油公司生产石油、天然气和烃类产品，为联合信号公司所有。1983年，在一个机构投资者研讨会上，联合信号公司的首席执行官与罗伯茨和克拉维斯探讨了出售德州联合石油公司的可能性。KKR赢得了收购这家企业的机会，它的报价虽然低于别人，但能给出售方带来较大的税收优惠。

在谈判过程中，KKR认识到石油市场的波动性(1984年，石油价格为每桶35美元左右)，使交易充满了风险，不能把它作为一般的杠杆收购来融资。如果与联合信号公司合伙，通过减少投资和缓和给自己带来的冲击，KKR就能减少一半的风险。对联合信号公司来说，它也想从德州联合石油公司价值的大幅度提高中分得一杯羹。

在接下来的融资中，德州联合石油公司承担了12亿美元的债务，债务发行收入旋即给了联合信号公司。德州联合石油公司还向联合信号公司发行了3亿美元优先股。接着，KKR和联合信号公司各投资了2.5亿美元的普通股到这个合伙企业中。(德州联合石油公司管理阶层购买了400万美元的股份。)

投资条款的结构使KKR得以进一步最小化它的市场风险。在联合购买协议中，如果KKR投资者5年中的年收益率不足28%，联合信号公司的优先股权利就告失效。而且，协议还提供了使现金流保持稳定的一种机制，以防石油价格急剧下跌。如果德州联合石油公司的现金流量低于目标水平，联合信号公司同意再投资最多2亿美元于德州联合石油公司中。作为条件，它获得更优惠的股票。事实证明，KKR是有远见的：在1985年7月完成交易后的9个月里，石油价格跌到了每桶10美元。正是靠这一收购条款，德州联合石油公司的管理阶层在陡然恶化的市场环境中，仍有足够的资金应付其债务负担。[1]

---

[1] 这里，组建合资企业的目的是帮助KKR回避风险。6年后，KKR在另一种环境里组建了一家合资企业。它与弗里特金融集团(Fleet Financial Group)合作收购倒闭的新英格兰银行(Bank of New England)。此前，这家银行已被联邦存款保险公司(FDIC)接管。这种联合帮助KKR克服了阻止它进入银行业的有关规定。在对新英格兰银行和弗里特金融集团的投资中，还包含着对优先股的创造性使用——双重可转换优先股。KKR可以把它转换为母公司的股份，也可以把它转换为子公司的股份(见第6章)。在这里，和在德州联合石油公司中一样，建立合资企业和设计交易的融资特征的目的是最大化KKR在各种突发事件中的灵活性。与乔治·罗伯茨的谈话，1995年10月24日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到 80 年代中期，杠杆收购成为了扭亏工具，而它最初的目的是使好的企业锦上添花。KKR 开始收购那些其价值被低估的原因不是由于先前的环境或非最优经营约束，而是由于根本的管理失误——错误的战略和过时的结构——的企业。KKR 融资收购的大公司就属这种情况。事实上，80 年代最大的两起杠杆收购——1986 年的彼特莱斯公司和 3 年后的 RJR 纳比斯科公司——就偏离了 KKR 传统的收购模式。收购和 RJR 纳比斯科公司都没有与当时的管理阶层合作，而主要依靠一种新式的债务融资——通常所谓的"垃圾债务"，一种投资级别以下的高收益证券。

扩大规模

KKR 业务规模的扩大，部分源于它与债务投资者和股权投资者间关系的发展。在 80 年代，KKR 逐步筹集到更大的股权投资基金，并依然对各种形式的杠杆交易保持敏锐，大公司逐渐成为了收购对象。随着对杠杆收购有效性信心的增强，说服机构投资者入伙变得越来越容易。1984 年对沃迈特克公司——一家运转不灵的联合型大企业，经营广播和有线电视台、可口可乐灌瓶厂、食品公司、电影院、娱乐场、房地产——的收购是第一笔 10 亿美元以上的收购。随着垃圾债券融资的出现，一旦交易融资出现阻碍，KKR 就能够构筑更多层次的无抵押债务来增加交易的融资数量。1988 年对 RJR 纳比斯科公司的收购需要 314 亿美元，如果没有多年来积累的经验和良好的信誉，这笔交易不可能发生。1980 年以后，KKR 投入了越来越多的内部资源来筹集新的、更大的股权投资基金。1982 年，KKR 吸引到了一类新的重要投资者——养老基金。当时，它的杠杆收购已赢得了普遍的尊重，少数对"另类投资"感兴趣的保守的货币基金经理们把 KKR 看作是投资渠道，加入这一行列的第一家养老基金是俄勒冈州公务员养老基金(OPERS)，在 KKR 收购弗雷德 · 梅尔时，乔治 · 罗伯茨曾求助其上司罗杰 · 梅尔。(越来越多的州解除了禁止养老基金进行股权投资的禁令——限制养老基金赚取市场收益率的禁令——俄勒冈州便是其中之一。)虽然遭到了财政办公室和政客们激烈反对，公务员养老基金仍为这起收购投入了 17 800 万美元。其他基金的经理们目睹了这一切。1982 年，当 KKR 组织一笔 31 600 万美元的股权投资基金时，华盛顿州和密执

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安州的养老基金加入了进来。[1] 哈佛大学基金会也加入进来，此举帮助吸引了其他教育信托基金。KKR 于 1984 年、1986 年、1987 年所建立的一连串的基金，吸引了类型日益多样的机构投资者，包括公共和私人（公司）养老基金、银行和保险公司。在 1987 年的基金中，还有七家外国银行——其中五家是日本银行——和一家日本保险公司。KKR 的每次成功收购都能吸引到比前一次更大的股权投资基金，这又提高了企业筹措债务的能力，并使 KKR 能设计更大、更精巧的融资结构。

在债务融资中，有两种主要的制度变化。80 年代初，保险公司认为，自己在从属债务的承销中举足轻重，于是，作为参与条件，开始索取更高的费用和更多的股权，KKR 在收购活动中丧失了一些灵活性。马雷公司是一家给排水系统制造商，1981 年 5 月，在收购它的过程中，KKR 不得不分给参与交易的保险公司大部分股权。此后，KKR 更多地求助于银行家，因为银行家对 KKR 十分了解，所以 KKR 得以避免过度依靠保险公司。丽丽・土丽普公司是 KKR 于 1981 年购入的一家纸质包装和塑料包装制造商，在对它的高达 80%的债务收购中，完全没有保险公司的参与。[2] 在对丽丽・土丽普公司的 12 000 万美元的债务融资中，大陆伊利诺伊斯银行和银行家信托基金提供了大部分资金。（在收购规模更大的侯戴勒公司的交易中，银行只投入了6 000万美元。）在随后 3 年里，KKR 进行了 9 起交易，主要由银行提供债务融资，这使它的基金参与者和合伙人能保留大部分股权。这样操作的一个副效应是，在 KKR 的收购中，杠杆比率大幅度下降；直至 1986 年，这一指标才回升至 80%以上（见图2－3）。

随着高收益债券应用于收购融资中，情况发生了剧烈变化。1984 年 9 月，在德莱克塞和它杰出的债务专家米尔肯的帮助下，KKR 第一次使用了这种相对新颖的债务资金来源。科尔国民公司是一家分散化经营的零售商，出售眼镜、甜饼、面包、礼品、饰物和玩具。德莱克塞早在 1981 年就想与 KKR 发展关系，但 KKR 合伙人对德莱克塞迅速可靠地筹措大量从属

[1] 到 1989 年底，美国大约一半的大型公共养老基金有权投资于杠杆收购交易和其他特定的“高收益、高风险”投资项目上。参见：*LBOs, Pension Funds, and Public Policy, Final Report*, November 28, 1989。这份报告是由马萨诸塞养老金管理委员会资助的。虽然在养老基金的投资组合中，对杠杆收购交易的投资只占很小一块——一般在 1%左右——但在绝对量上，它们的参与为杠杆收购交易合伙人提供了大量资金，使它们能大大扩大自己的活动领域。

[2] 与迈克尔森的谈话，1995 年 5 月 16 日；与罗伯茨的谈话，1995 年 5 月 16 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

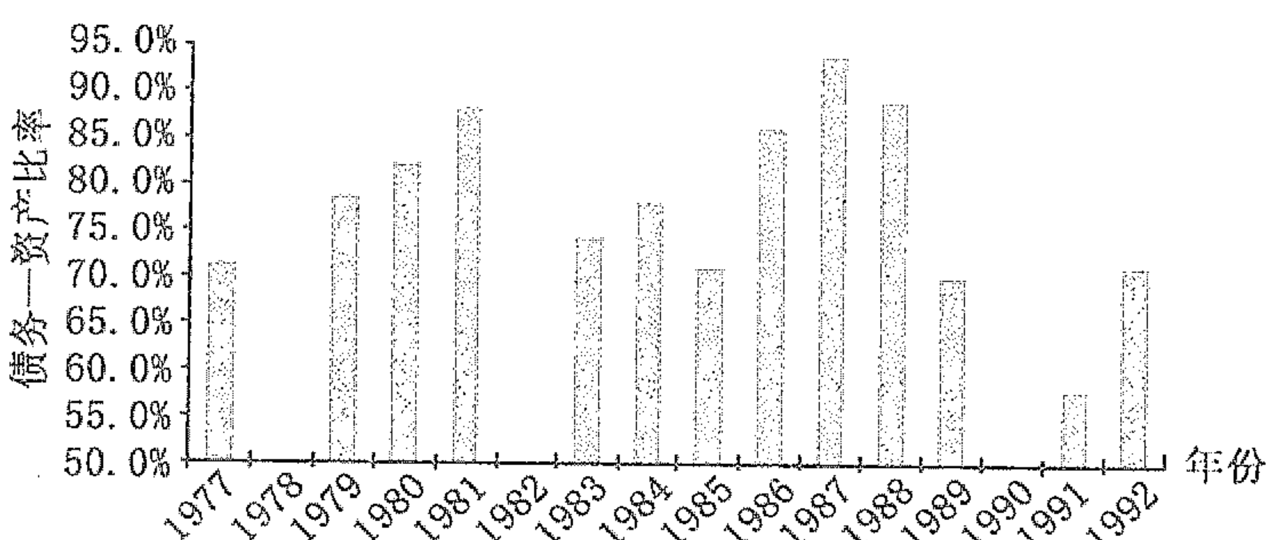




图 2—3　KKR 收购活动的平均杠杆比率(1977～1992 年)

债务的能力心存疑虑。1984 年,KKR 感到值得一试。德莱克塞似乎能够筹到这笔钱,既快又没有附加任何条款,虽然并不便宜。领导收购科尔国民公司的人说,“筹这笔钱让他们很赚了一笔,但不管怎样,他们确实筹到了钱。”33 300 万美元,这笔交易似乎值得一试。

在公司首席执行官杰弗里·科尔到比佛利山米尔肯的办公室介绍情况前,为应付德莱克塞中的买主们的尖锐批评,KKR 为他作了细致准备。他被告知可能与大约“半打”的人会面,其中包括会提出各种问题的分析家。第一次会晤的是德莱克塞的最可靠的高收益证券的买家艾克哉丘梯夫人寿保险公司的弗莱德·卡尔。科尔精心准备的介绍进行了仅五分钟,卡尔就冷冷地打断了他,说:“我不想听下去。我知道你事先准备过。我敢肯定你准备得非常好。为什么不坐下来,让我问些问题呢?”在即兴讨论了 15 分钟后,卡尔宣布自己准备投资。[1] 要是与 TIAA、保德信保险公司或西北互助保险公司举行这种会议,那简直是无法想像的。KKR 挤进了一个没有官僚程序的债务融资世界——米尔肯的关系网中。

科尔公司的交易为未来的收购奠定了模式,那就是 KKR 请德莱克塞帮助融资。KKR 花了一些功夫才适应了德莱克塞的非正式性,并为它的可信赖性所折服。1985 年,当 KKR 新招聘的合伙人索尔·福克斯在为收购 Motel 6 旅馆连锁进行融资而在夹层债务市场上遇到抵制时,他想向德莱克塞求援。罗伯茨训斥了他一顿,罗伯茨怀疑德莱克塞承销高收益证券的能力。最后,福克斯被网开一面,得以继续进行,在 33 000 多万美元的融资中,用优先级和次级从属“垃圾”债券筹措了 13 200 万美元。

(福克斯认为)德莱克塞的资金是一个关键因素。如果我

〔1〕 与保罗·雷瑟尔(Paul Raether)的谈话,1995 年 8 月 10 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不这样做，我们就必须付出更多的钱，就必须依赖更复杂、更难以操作的结构，必须依赖保险公司。那样的话，我们就会被各种条款束缚住手脚，永远无法对连锁酒店 Motel 6 进行我们所需要的那些改革。[1]

科尔伯格后来认为 Motel 6 的收购价格可能太高。[2] 情况远比预期的要糟糕，一些连锁旅馆经理被发现一直在从事诈骗，KKR 被迫整顿了公司最高管理阶层，并深入到日常经营中。[3] 垃圾债券使 KKR 有了个灵活的基础，凭借垃圾债券，KKR 大兴土木，更新设施，而这正是投资最终获得成功的关键。在收购后的第一年里，Motol 6 兴建了 22 家新旅馆，使用的资金来自 KKR 专为此目的组织的一个融资子公司。用 2 500 万美元种子资本和 6 000 万美元可展期建筑贷款（银行抵押贷款），子公司在"信用卡"原理基础上开展运营。随着 Motel 6 的不断建设，KKR 收购了新房产的抵押贷款，子公司用出售收入偿还了银行债务，从而补充展期贷款。资本品更新也以同样方式融资，这样 Motel 6 无需偿清它的净债务而仍能继续搞建设。[4]

1986 年，除了在自然资源行业中为避税而通常使用的方法外，KKR 还把 Motel 6 转变为一个不纳税的业主有限合伙。这种合伙除了能避免股利分配中的双重纳税外，还能以优惠条件发行新的投资单位，这种单位可以在二级市场流通。[5] 由于 Motel 6 稳定地创造着现金流，这种安排使公司有能力向投资者分配现金，同时还能加速实现其扩张方案。1990 年，旅馆业价值上涨为出售 Motel 6——大了许多并有巨大改良的连锁店——提供了契机。Motel 6 卖了 25 亿美元，股权年收益率为 37.9%。

---

[1] 与索尔·福克斯(Saul Fox)的谈话，1995 年 8 月 17 日。
[2] 与杰拉姆·科尔伯格(Jerome Kohlberg)的谈话，1998 年 1 月 29 日。
[3] Motel 6 的首席执行官和 CIC——把 Motel 6 出售给 KKR 的公司——以前的一些经理，以不同名义设立了他们从中受益的公司，承包 Motel 6 在乡村的开发项目。他们利用这些建筑公司把投于一些子虚乌有项目上的资金转移到自己口袋中。与福克斯的谈话，1995 年 8 月 17 日。KKR Fund reports;KKR Active Files.
[4] 福克斯解释说，Motel 6 虽然偿还银行贷款，但"总是有其他资金来源补充"。以这种方式，KKR 一直把所有的资金收入用于增长。与福克斯的谈话，1995 年 8 月 17 日。
[5] 在当时的联邦法律下，这一税收特征特别重要。这种转制是出售 Motel 6 并把它的资产安置在合伙企业中。税法第 333 节允许出售"小公司"(Motel 6 符合"小公司"的定义)而无须纳税，只要能在 1 个月里出售完全部业务。但是，分配给所有者的现金、证券或其他可出售资产仍须纳税。然而，KKR 从 IRS 得到一条规定：所分配的有限合伙企业的股份不算作证券。所以，在转制时没有纳税。此后，Motel 6 一直没有纳税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 80 年代后半期，垃圾债券成为了 KKR 收购活动的主要资金来源。事实证明，与德莱克塞的关系促进 KKR 赢得某些杠杆收购交易的能力，如斯道尔通讯公司（24 亿美元）、彼特莱斯公司（87 亿美元）和欧文斯·伊利诺伊斯公司（47 亿美元）等。到 1989 年，德莱克塞的"高度信任书"[1]虽然不是一种担保，但实际上是向市场保证，它会承销它所参与的一切交易中的债务。

随着对彼特莱斯公司和 RJR 纳比斯科公司的收购，杠杆收购突破了大企业高高的围墙。1985 年 10 月，当 KKR 宣布收购时，彼特莱斯公司在《财富》500 强中位列第 26 位，这是历史上迄今为止最大的收购活动。

彼特莱斯公司有百年历史，是一家分散化的食品、消费品和工业品联合体，通过始自 50 年代初的对小企业的一系列完美的收购行动，其增长远远跳出了最初的牛奶加工业。1975 年《丹评论》把彼特莱斯公司评为美国管理最佳的五家公司之一。10 年后，它的情况却一团糟。在 1976 年公司分散化战略的设计师退休后，董事会中接连发生内讧，公司战略也发生了毁灭性的变化，这一切败坏了彼特莱斯公司的业绩和名声。1979 年，公司新的首席执行官詹姆斯·达特继续推动着收购大业，购买了一些大公司，这些收购是否"恰当"值得怀疑。而错误的组织结构进一步加大了其错误战略的负面效应。集中管理的企图为实行营销活动集中化管理这一毁灭性尝试打开了大门。[2]

1983 年初，以芝加哥为基地的联合型大企业埃斯马克公司的唐纳德·凯利对彼特莱斯发起了攻击。这次攻击虽然落空（彼特莱斯溢价收购了埃斯马克持有的股份），但据报道说，这段插曲使彼特莱斯的首席执行官恼怒不已。1984 年 5 月，当凯利与 KKR 提议对埃斯马克进行杠杆收购时，彼特莱斯以 28 亿美元——高于 KKR 的出价——买下了埃斯马克。这标志着达特统治时代的终结。由于对埃斯马克的收购价格过高，达特受到

---

〔1〕 1985 年，德莱克塞公司的米尔肯开始发出保证（只是没有刚性的合同承诺而已），保证能够筹措到合并或收购所需的垃圾债券资金。这些保证采取了"高度信任书"的形式。"这项声明一时之间似乎具有了护身符的魔力"，康妮在她撰写的米尔肯传记中写道："一个接着一个，靠德莱克塞公司吐出的两个字……的力量，数十亿美元的标价收购发生了。对米尔肯来说，这是承诺书。他曾经说过，他能够为收购活动筹措到任何数量的资金，他从不会违背承诺或中止协议。对此，他'高度自信'。"摘自《掠夺者》（*The Predators' Ball*，New York：Simon and Schuster，1988，p. 166）。

〔2〕 对彼特莱斯交易的这些描述主要来自"彼特莱斯：价值的创造与毁灭"一文 [George P. Baker，"Beatrice：A Study in the Creation and Destruction of Value"，*Journal of Finance*，47，No. 3（July 1992），pp. 1 081～1 119]。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广泛的批判。在他的任期里，最高管理阶层的人员流动一直很频繁。1985年夏天，达特自己的管理班子向彼特莱斯董事会要求，让他下台。在8月3日星期六专门召开的会议上，达特被赶下了台，取而代之的是董事彼特莱斯的一位退休经理。

接下来的星期一上午，股市开盘后，彼特莱斯的股票迅速上涨7%，达到了32.25美元。KKR一直伺机而动。9月，它提议收购彼特莱斯。由于彼特莱斯管理阶层并没有要求KKR标价收购，建议书直接送达彼特莱斯董事会，KKR以每股45美元的价格收购彼特莱斯，这是KKR第一次使用熊抱接管战术。反应出人意料地迅速和积极。但是，KKR还不曾有过在没有管理阶层参与的情况下提出收购建议的先例。幸运的是，公司能够依赖凯利帮助它收购彼特莱斯。凯利是埃斯马克公司前任主席。事实证明，这对KKR是个巨大的优势，因为凯利和他以前在埃斯马克公司的管理班子以及他招募的彼特莱斯的前经理们对彼特莱斯的主要业务熟悉之至。

KKR最初45美元的报价包括42美元现金和3美元优先股。彼特莱斯董事会试图招标，却没有投标人。10月29日，KKR把价格提高到每股45美元，接着又提高到每股50美元。由于发现彼特莱斯的税基比审计所发现的多，在对报价进行了一些微调后，KKR 40美元现金和10美元股票的报价于1986年2月被接受。[1] 为这种规模的杠杆收购融资是史无前例的，而糟糕的环境无疑雪上加霜。除了需要为彼特莱斯普通股融资约62亿美元外，KKR还得为彼特莱斯的债务融资近20亿美元。在82亿美元的融资中，它必须筹措到35亿多美元银行债务，由于KKR处在募集股权投资基金的间隔期里，因此，在第一次出价收购时，它甚至没有4亿美元的股权资金。

集中这么多的资金使KKR付出了艰苦的努力——进行这项交易的KKR合伙人回忆说，融资十分艰难——而进展之快几乎掩盖了这一点。在KKR联络了各个基金投资者，问他们是否想再投入资金参与对彼特莱斯的收购时，银行贷款和股权资金筹措到了。这些“追加投入”加上可口可乐公司投入的5 000万美元，构成了这笔交易的股权基金。这项基金以每

[1] 在对KKR收购方案的最后一轮谈判中，KKR的咨询专家马丁·西格尔和罗伯特·弗里曼(Robert Freeman)获得了关于谈判过程的信息。两人后来被起诉利用与彼特莱斯杠杆收购交易有关的内幕信息非法买卖股票。作为西格尔和弗里曼案子的组成部分，KKR受到彻底调查，但没有发现它有不妥之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股5美元的价格购买了8 000万股股份和800万份购股权，共投入了40 200万美元。管理阶层投入了710万美元。米尔肯熟练地安排了夹层融资，承销了25亿美元彼特莱斯垃圾债券。〔1〕交易在3月初结束——在彼特莱斯为KKR开绿灯后仅用了两个月的时间。

面对超过95%的杠杆和大量的银行债务，彼特莱斯管理阶层别无选择，只能大规模精简。〔2〕交易的资本结构决定了收购后的整个战略：缩减公司总部、销售权力下放、出售无法管理的资产。银行贷款协议要求在交易结束后的18个月里出售15亿美元的资产。在几个月的时间里，还削减了1亿多美元的不必要的管理费用。到1990年，以在一系列的撤资中出售所有资产的举措，彼特莱斯上演了历史上最大的公司出售行动。5年的时间里，彼特莱斯把大量业务打包到了11家大中型公司中，其中5家实行了管理阶层收购。〔3〕

大收购

收购彼特莱斯虽然史无前例，但与对RJR纳比斯科的收购相比，仍然相形见绌。收购这家烟草和食品巨人的故事，至今为人们津津乐道。这里，我们感兴趣的是使复杂的两阶段收购成为可能的融资安排。本书第四章将讨论这起收购的资本结构中的风险；但交易发生的事实表明，应用杠杆收购原理，无论是在规模上还是在想象力上，均没有任何局限。

KKR早在1986年就对RJR纳比斯科感兴趣，当时克拉维斯与RJR纳比斯科的首席执行官罗斯·约翰逊讨论了收购的可能性，遭到断然拒绝。但是，这个想法始终萦绕在其心头。1988年末，约翰逊上了报纸头

---

〔1〕 作为与德莱克塞协议的一部分，KKR同意向德莱克塞出售可购买3 300万股普通股(800万美元)的认股权证，以诱使投资者购买债券。事实上，即使没有购股权，米尔肯(Milken)也能卖掉债券；米尔肯和德莱克塞中的其他经理瓜分了购股权。在当时和后来的一段时间里，KKR并不了解这一事实。当KKR的合伙人了解到米尔肯等人把购股权打入他们的私人账户时[在为斯道尔(Storer)融资时也出现过此类情况]，他们气愤不已；但是，与德莱克塞的合同没有规定后者必须返还未销售出去的证券。在后来的交易中，KKR通过合同明确要求德莱克塞退回未销售出去的购股权证。

〔2〕 这一杠杆实际上包含可转换为债务的可赎回优先股。参见：Baker, "Beatrice", p. 1 109。

〔3〕 1979～1987年间，在出售资产的数量上，彼特莱斯领先于其他美国企业。参见：Margaret Blair, Sarah Lane and Martha Schary, "Patterns of Corporate Restructuring", Brookings Institution Discussion Paper, 1991。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

版，宣布想把公司私人化，并招募投资银行西尔森—雷曼公司帮助安排170亿美元（每股75美元）的杠杆收购。消息公布后，公司顿时成为众矢之的——管理不善、挥霍浪费、价值被低估。在约翰逊宣布消息后不到一周的时间里，KKR提交了每股90美元的投标书，这使约翰逊的报价显得有些贪婪。在KKR投标后的1个月里，RJR纳比斯科成为了几个急切的潜在买主争抢的对象。随着标价攀升，KKR依然留在局里，主要原因是它的深入和持久的分析表明，RJR大量的现金流能够负担大量债务。克拉维斯说："RJR创造了这么多资金，我们认为还债不存在任何问题。我们看到了大量浪费现象，这些都能够纠正，我们还看到了重组公司的巨大机会。"[1]

1988年11月30日，最后一轮投标结束。KKR每股109美元的标价表面上低于西尔森—雷曼公司每股112美元的价格，但RJR的财务咨询专家和董事会认为，KKR所建议的融资方案——包含60亿美元高收益证券——比西尔森公司的方案更能使投资者得到实惠。KKR最后的报价中还有一些"无形的因素"，公司董事会认为，这些因素有利于股东和雇员。这些无形的因素与约翰逊过去不重视股东利益不无关系。他那高得过分的经理津贴显得过于贪婪，甚至可以说是公司资产配置不当的根本体现。[2]

KKR每股109美元的中标价（这一次，KKR领导着一个辛迪加，包括美林、摩根士丹利和德莱克塞）针对RJR纳比斯科的股东分为三部分。对流通股，混合在一起，收购价包括81美元现金、18美元PIK（实物支付股利）优先股和10美元（面值为8美元）的PIK转换债券。[3] 相对于收购前



[1] 与亨利·克拉维斯的谈话，1995年10月18日。

[2] 为RJR纳比斯科非管理董事提供咨询服务的拉扎德兄弟（Lazard-Freres）事务所的弗利克斯·罗哈廷（Felix Rohatyn）可能有倾向性，他认为报价"从融资角度看……基本相同"，但是他强调了似乎有利于KKR的非价格因素。KKR承诺给股东留25%股份，而约翰逊和西尔森公司却没有这么慷慨。KKR承诺在收购后保留公司大部分业务，同时还保证了某些雇员福利。RJR纳比斯科董事会还考虑了约翰逊在仅仅每股75美元的价格上首次企图收购公司时造成的恶劣公共关系。参见：Brian Burrough and John Helyer, *Barbarians at the Gate* (New York: Harper & Row, 1990); Anders, *Merchants of Debt*, pp. 126～130。

[3] PIK证券——在这里，为优先股和可转换证券——不是以现金形式而是在多年的时间里以类似的证券的形式支付利息和股利。优先股最终可以以每股25美元的价格外加股利赎回。可转换债券（2009年到期）最终作为普通股赎回——占彻底稀释后的流通股的25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股票价格〔1〕,股东获得的溢价超过了90%〔2〕。KKR还承担了约52亿美元的公司债务。收购以一系列精心设计的行动分几个阶段完成。

在第一阶段,对公司74%流通股的标价收购,通过专为交易目的设立的几个层次的机构,在1989年2月9日完成。收购资金来自KKR股权投资基金中的无数合伙人、KKR在以前交易中打过交道的大银行,以及世界各地的新参与者,包括日本、加拿大和欧洲的银行。其他资金来源包括KKR股权基金提供的15亿股权投资、50亿的"递增利率票据"和KKR向它为这次收购而组织的一个普通股合伙基金发行的5亿美元债券。

在4月份,进入了第二个阶段,为完成收购而设计的合并以现金和证券的形式融资248亿美元。〔3〕 KKR偿还了为标价收购而取得的短期贷款便利。到1991年,KKR通过用必须迅速偿还的成本较低的短期银行贷款把为收购RJR而发行的高成本优先级债务减少了很大一块。〔4〕 通过各种长期从属债券和普通股购股权证——统称为"永久债券"——赎回了大部分递增利率票据。

所谓的永久债券由许多类型的高收益证券构成,是完成交易的关键。为这笔交易发行的大量垃圾债券,是根据垃圾债券投资者的每一种可能的偏好设计出来的。私募五种垃圾债券加上购股权证——等于彻底稀释后股份的14%——获得的资金赎回了40亿美元的递增利率票据(1990年赎回了剩余部分)。〔5〕 烟消云散后,KKR为RJR纳比斯科新的最高管理阶

---

〔1〕 *Mergerstat Review*, 1997.

〔2〕 RJR纳比斯科的债券持有者没有这么走运。为交易融资的高收益"垃圾债券"大大降低了公司的信用等级,大都会生命保险公司(Metropolitan Life Insurance Company)领导众债券持有人对KKR提出诉讼,试图阻止收购。Metropolitan Life Insurance Co. et al. V. RJR Nabisco,Inc. 案1988年末提交纽约南区联邦法庭,但没能成功。大部分收购对象在开始时信用等级都较低。参见:Steven N. Kaplan and Jeremy Stein,"Evolution of Buyout Pricing and Capital Structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics* (1993),pp. 313~357。这篇文章发现,像这种债券持有者由于杠杆收购融资而利益受损的情况相当罕见。

〔3〕 在RJR收购公司并入目标公司后,RJR纳比斯科的所有流通普通股转换为了获得前面提到的名为RJR控股公司的收购单位的PIK优先股的权利和PIK转换债券。

〔4〕 用于标价收购的超过110亿美元的贷款以"资产出售桥梁贷款"(需在1991年8月前全部还清)、"再融资桥梁贷款"(需在1991年前全部还清)、一份展期贷款和定期贷款(所有展期贷款在1991年2月转换为定期贷款)和闲余资金等形式偿付。

〔5〕 包括:2001年到期的从属债券;2001年到期的从属债券;2001年到期的数量为2.25亿美元的从属债券本金;数量为2.25亿美元的从属级可展期债券本金;1999年到期的数量为2.5亿美元的从属浮动利率票据的本金。各种债券的购买者也获得了股权(Equity Kickers);德莱克塞和美林依然承销他们参与设计的证券,同时还持有购股权。这些购股权占全部稀释后证券的14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层提供了6%的公司股份。

在进行这起世界上最大的收购行动中，KKR在出价上被逼到了悬崖边，预期现金流勉强够偿还债务。而且，在收购中，KKR偏离了与现管理阶层合作的一贯原则。在这起事件中，约翰逊不仅是竞争对手，而且他和他的班子还是使RJR纳比斯科成为接管对象的罪魁祸首。KKR必须撤换这个脆弱的经理班子中的大部分人，注入新鲜血液。

在RJR纳比斯科是成为一家更大的公司还是更小的公司的问题上，KKR事先没有什么概念。RJR纳比斯科部门主管约翰·格林尼奥斯为母公司找到了几个潜力没有发挥出来的食品品牌，认为出售它们能得到不错的价格。出售获得的收入迅速用于减少债务。经理们在最初几年里的主要任务是淡而无味的“修修补补”——通过逐个事业部、逐个部门和逐个雇员更有效率地经营来提高公司整体财务绩效。[1]

为此，RJR纳比斯科新首席执行官路易斯·格斯特纳提出了一份计划，这份计划本就内含于融资结构中，不是他帮助设计的。但是，通过购买大笔股票和献身多年的承诺，他成为了公司股东。KKR认为公司应继续在食品业务中开发新的产品线，同时扩张它的国际烟草业务。但是，在收购活动后，最早强调的是削减成本，这是巨大的债务包袱——包括需要迅速偿还的大量银行贷款——所要求的。在第一轮资产出售和成本削减后，格斯特纳把精力投入到通过日常经营中不断改善并提高劳动生产率和降低成本这一更系统的任务上。在这一基本方面——收购中的债务的目的主要是调整管理目标的优先性——RJR纳比斯科是KKR收购活动的典型反映。



债务约束的重要性

RJR纳比斯科冲击波在美国引发了新的争论：企业界能承受多少债务资金？有一点是肯定的：除极少数情况外，管理阶层杠杆收购大大改善了资产的绩效。在为每一起收购设计杠杆时，KKR需要考虑综合税收、现金流、融资和管理阶层激励等各种因素。合并在一起，这些因素构成了现代

[1] 与克拉维斯的谈话，1995年10月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司组织中融资和管理的主要创新。

在每一起收购中，形式与功能联系在一起。交易结束时的资本结构，建立在对公司创造更高现金流的潜力的深入理解基础上。在这一点上，在前两三年里，每个人——KKR、股权合伙人和首席执行官等——都献身于由债务驱动的基本战略和目标。公司和贷款人之间不可转换的债务条款要求改善业绩，提高经济效率。还债合同迫使所收购的公司的经理们坚持严格的结果导向的预算。交易时制定的计划成为了最紧迫的任务，并且在每个经营层次上，反映于预算中。

任务是清楚的，但结果不是一厢情愿的。我们将看到，收购之后的管理阶层并不是内含于杠杆中的约束所能发动起来的机器。每一起收购投资的最终成功取决于一系列能动的人的因素，其中最主要的是 KKR 董事会和公司首席执行官之间的关系。作为所进行的投资的主体，KKR 合伙人有动力全力以赴。而且，作为股权基金的一般合伙人，他们对所有股权投资者承担信托责任。作为债务市场上的活跃的融资主体，他们有一切理由关注债权人的利益。换句话说，虽然 KKR 合伙人素以能在短短数周内组织众多的交易并为之融资而出名，可他们还得辛苦工作数年：监督、咨询，有时可能还得重整他们所负责的公司。

在交易结束时，在 KKR——和成群结队的律师、会计师、投资银行家等人——拿到了服务费后，真正的价值还没有创造出来。[1] 如果 KKR 对公司的前景判断失误，如果债务成本太高，或者意外事件削弱了最佳的方案，融资本身并不会产生好的结果。所以，克拉维斯虽然渐渐适应了自己在 KKR 每次交易结束时成为关注的焦点，他依然十分谨慎。他喜欢说："我们买下它时不要祝贺我；等到我们卖掉它时，再祝贺我吧。"[2]

〔1〕 KKR 一般在交易结束时收取 1%的费用，但在对侯戴勒和 RJR 纳比斯科的收购中，它降低了交易费。KKR 还就自己提供的基金管理活动和收购后的监督活动向它的投资基金收费（分别为所投入资金的 1.5%和董事费）。

〔2〕 与克拉维斯的谈话，1994 年 5 月 12 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 重新界定所有者管理公司的价值

"交易完成之时，就是工作开始之时。"

——保罗·雷瑟尔(Paul Raether)



随着收购活动愈演愈烈，公众的反应也日益充满敌意。金霸王(Duracell)公司的首席执行官罗伯特·基德说："在公众眼中，收购专家是一群强盗。他们来到公司，剥皮抽筋，把公司中最重要的东西拿走。所有这一切仅仅是为了在短时间里赚到钱。"[1]还能怎样呢？使公司背上债务包袱，让你别无选择，只有出售资产，削减工作岗位，把剩下的一切搞得一团糟。80年代末，这种批判在媒体中和国会中达到了高潮，KKR成了主要的批判对象。KKR的合伙人惊讶地发现自己被指责掠夺资产，他们搞不懂自己的良苦用心和业绩记录是如何被误解的。

迈克尔·塔卡尔茨认为，这些指责违背了常识。他打了一个KKR的合伙人十分欣赏的比喻：

和其他美国人一样，我们驱车去寻找合意的房子。我们看到了一幢我们很喜欢的房子，并且给了房主一个不错的价

〔1〕 与罗伯特·基德的谈话，1996年7月24日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格。和其他美国人一样，我们借钱买房子。普通美国人可能支付20%～30%的首付款——杠杆程度很高。我们也是这样做的。现在房子是我们的了，我们要做什么呢？我们不需要补一下窟窿吗？不需要粉刷房间吗？我们会出售车库吗？我们难道会任凭房子被风吹雨打而听之任之吗？许多年后，我们把房子出售，得到了约40%的复利，我们是如何做到这一点的？[1]

1988年，塔卡尔茨、克拉维斯和罗伯茨到华盛顿会见国会领导人和其他政府官员。在一次会议上，他们受到参议员罗伊德·本斯顿的刁难。报道说，本斯顿把KKR准备的一份报告丢进了垃圾桶。对KKR来说，这还不是最糟的。在场的一些国会议员始终认为KKR所做的就是买下一家好公司，让它背上沉重的债务包袱，解雇工人，然后榨取剩下的一切。议员们毕竟还读报纸。当时，关于达拉斯的绥夫维公司解雇工人的新闻刚刚出炉，而这家公司是KKR在1986年收购的。绥夫维公司的问题——它有许多问题——体现了公司重组给普通市民带来的痛苦。

达拉斯的麻烦

1990年5月6日，在KKR收购了绥夫维公司近4年后，《华尔街日报》对绥夫维公司中发生的事件做了无情的报道。KKR关于绥夫维的收购对股东来说绝对是一件好事。当时，KKR和绥夫维公司的首席执行官彼得·马戈万刚刚对公司10%的股份进行了成功的首次公开募股，募股收入是原始股权投资价值的4.5倍(要知道，原来的收购活动是一起杠杆比率高达94%、收购价值为47亿多美元的交易)。但是，对于这家超市连锁公司的雇员和其他利益相关者来说，这却是一个悲惨故事。文章的作者苏珊·法鲁迪生动地描绘了股东的贪婪、公司的背叛和工人的遭遇。这篇报道——《清算》[2]——获得了普利策奖并被广泛重印，甚至进入了商学

〔1〕与迈克尔·塔卡尔茨的谈话，1994年6月6日。
〔2〕Susan Faludi,"The Reckoning: Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts a Heavy Human Toll", *Wall Street Journal*, May 16, 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

院的课程中，用来讲述在残酷的效率优先于公平时，在债务包袱迫使以牺牲长期投资和工作的稳定性为代价追逐短期利润时，所发生的一切。绥夫维公司所在的连锁业是人们最熟悉的一个行业，对它的收购正好与人们认为华尔街一无是处的看法相吻合，它体现了公司缩减规模所产生的实际的和潜在的不利影响。

就像法鲁迪所讲述的，马戈万作为雇主有着不错的业绩记录。在他之前，他父亲是绥夫维的老板。他本人始终把搞好企业看作是一种家庭责任。在被 KKR 收购前，他向母亲保证没有人会被这场收购活动伤害。[1]但是，未等收购协议上的墨迹干透，绥夫维就开始缩减规模。在 3 年的时间里，"通过出售商店或解雇，约63 000名经理和工人被轻松地清理出去"。虽然被解雇的大部分工人又"被新店主重新雇用，但大部分人的工资收入水平降低，并且，数千人最后失业或被迫从事临时工作"。解雇造成的身心伤害从受到欺骗的感觉到压力造成的心脏病，甚至有人自杀。那些最终保住了饭碗的人发现在"更苗条和更吝啬"的绥夫维公司中，日子过得很艰难。在一个一度"充满了工作稳定和公平的传奇故事"的公司中，"残酷的劳动政策和高压力的定额制度"塑造了一种新的生活方式。"强调效率和劳动生产率的投资家们推崇的新团队精神"使得从仓库到购物区都忙得一团糟。KKR 提出的定额制度带来的无情压力从地区经理办公室蔓延至各个收银台，遍及公司每一个层次。绥夫维的工人们不再受传统店规保护，手头的工作更多，工作时间更长，始终有一种"十万火急"的感觉。但是，这还未糟糕到极点，绥夫维在得克萨斯州、加州和西部其他各州——它的大部分业务都在这些地区——的2 400家商店中，大约有1 000家店关闭或出售，这在当地社区产生了广泛的连带影响。在达拉斯，在依赖绥夫维的食品和饮料商及建筑承包商中，发生了第二轮解雇浪潮。据说，北得克萨斯州食物银行每年的食品捐赠减少了600 000磅。

从绥夫维被收购后的重整中受益的那一小群人——80 年代里整天在商业媒体中曝光的那批人——对这一生动的悲惨故事无动于衷。达尔特

[1] 马戈万和他的母亲都否认有过这次谈话。参见：Steve-Ann Stevens and Karen Wruck, *Safeway, Inc.'s Leveraged Buyout* (C): *Media Response* (Boston, MA: Harvard Business School, 1994)。这篇案例提供了第一手材料和深入的分析，并对《华尔街日报》上的文章进行了批驳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



集团的海尔伯特·哈夫特家族是臭名昭著的系列绿色邮件者[1]。

它于 1986 年 6 月对绥夫维发起了敌意进攻，当时 KKR 正向不大情愿的马戈万提出自己的收购建议。[2] 在 KKR 为绥夫维重组而进行的成功收购竞标中，哈夫特家族把他们所积累的股份卖给 KKR，赚到了 1 亿美元；而由于在收购中给了他们期权，他们以后还可以赚到5 900万美元。在收购活动结束时，马戈万和绥夫维的其他高层管理者及董事从他们拥有的公司股权上赚到2 800万美元。(那些留任的经理得到了以每股 2 美元的价格购买重组后的公司的 10%的股份的期权。)三家投资银行、无数的律师事务所和会计事务所以及其他咨询公司赚到了9 000万美元的服务费。参与交易的是由大机构组成的一群出色的股权投资者，包括州养老基金、保险公司、银行和非营利组织。在收购前的 3 个月里，绥夫维的市场价值上涨了 82%，原来的股东、机构投资者、小投资者和套利商等从中获利不菲。但是，正如法鲁迪所说的，这一小撮人赚到的收入是以牺牲许多人的利益为代价的。

法鲁迪还认为，这起收购活动是多余的。在袭击者迫使马戈万投入 KKR 的怀抱以前，绥夫维已经试图实施杠杆收购专家的许多建议。它正重新调整商店的结构模式……试点雇员劳动生产率团队，逐步甩掉亏钱部门，并广泛应用一些不那么痛苦的方法如淘汰等精简工人队伍。[3]

为什么有人不相信金融工程专家会让绥夫维背上的巨额债务包袱，进

---

[1] “绿色邮件”，一个更文雅的名字叫“有目的的股票回购”，是一种接管防御形式。为了防止敌意收购或者为了除掉管理阶层不想要的大股东，公司可能会同意以高于当前市场价格水平的溢价收购该股东的股票。由于公司支付给寄绿色邮件者的价格不适用于全体股东，因此，这一技术虽然合法，却一直争议不断。

[2] 一年多以前，在 1985 年 2 月，加拿大一对金融家贝尔兹伯格(Belzberg)兄弟俩对绥夫维曾别有企图，在公开市场上收购了大量绥夫维的股票。但是，他们对公司的收购企图没有实现，却抬高了绥夫维的股票价格，从中大赚了一笔，同时也使公司管理阶层提高了警惕。

[3] 如果说有什么不同的话，那就是从法鲁迪自己的资料和其他资料来源可以看出，杠杆收购天生不可缺少。马戈万的努力是针对“加拿大贝尔兹伯格兄弟俩准备进行标价收购这一猜测”，他们的收购会导致“公司主要资产”被出售，“原因很简单，绥夫维的资产——主要是商店所在的房地产的价值——超过了商店作为营运资产的价值……”参见：Magowan，1985，United Food and Commercial Workers Union，*Steve-Anna Stevens and Karen Wruck*，*Leveraged Buyouts and Restructuring：The Case of Safeway*，*Inc.*(Boston，MA：Harvard Business School，1992)，pp. 1～2。此后不久，达尔特集团加强了进攻力度，KKR 借此机会以白衣骑士的身份介入。哈夫兹(Hafts)极可能会把绥夫维清盘。绥夫维或者会支付绿色邮件——这种做法至多是暂时的解脱——或者通过借债和/或出售资产筹措资金，但“风险……是，从杠杆角度看，公司最终将更脆弱……始终有成为公众公司的不利可能”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而迫使绥夫维的管理阶层不惜一切代价削减成本以使他们的新主子 KKR 投资者进一步赚取利润呢？使收购成功的唯一办法就是剥夺绥夫维的资产，推迟资本投资，摧毁雇员多年形成的忠诚。[1]

为使报道一针见血，在关于绥夫维的文章旁，伴有对克拉杰——另一家经营不善的连锁超市——的报道。1988 年，为对付哈夫特家族的敌意进攻和“KKR 领导的接管”企图，克拉杰采取了毒药丸防御战术，承担了大量债务。在高负债的压力和修补千疮百孔的企业的迫切需要下，通过采用比绥夫维更缓和的方式，克拉杰也实现了绩效的改善。[2] 这两个截然相反的报道是对 80 年代里“接管狂潮”的令人伤感的表现。在杠杆收购后，公司面临的挑战事实上十分艰巨。当然，这份报道让公众们少有机会地看到了交易完成后在被收购企业中发生的事件。但是，在最后的分析中，这份报道歪曲了事实上十分重要的一点。没有人怀疑剧烈的公司重整给人们带来的痛苦。但是，对于病入膏肓的公司而言，一剂猛药对公司的长期生存能力十分重要。但是，将这一情况推而广之却是作者玩的花招。难道对绥夫维和其他公司的收购只是通过剥离资产和解雇员工让一小撮投资者迅速致富的手段吗？在绥夫维于 1990 年以 4 倍于原始收购价格的价值上市时，有一类股份投资者不这样想。如果公司不是变得更加强壮、更富有效率和竞争力，购买股票的人为什么会以如此高的溢价奖励 KKR、它的有限合伙人和绥夫维的管理阶层呢？

KKR 的合伙人认为，把人力资源或资产用于缺乏效率和缺乏生产性的用途上没有好处。[3] 以牺牲他人的利益为代价富了股东并不是什么问题。绥夫维的管理阶层有义务为股东利益服务，别无他途。另一方面，许多 KKR 合伙人却认为，在许多金融圈子里十分流行的观点——经理唯一的义务是对资本所有者负责——是一个过于学术化的观点。塔卡尔茨说：

> 我们并不同意这一观点。公司对它所有的构成人员——

[1] 法鲁迪指出，在收购前，绥夫维就存在经营不善和工资膨胀的问题。她报道说，公司否认雇员关于经理歧视的说法，她引用了 KKR 的乔治·罗伯茨的话来佐证这一点：“在目前的经济环境中，工人们如果要在世界上更有竞争力，就必须承担更多的工作，更有责任感。”她也引用了乔治·罗伯茨捍卫 KKR 投资利益的讲话，指出，KKR 的“有限合伙人代表退休教师、卫生工人和消防队员，80% 的利润被他们拿走”。*Wall Street Journal*, May 16, 1995.

[2] 克拉杰超市连锁事实上本来就有劳动力成本优势；绥夫维的劳动成本高于行业平均水平 33%。

[3] 和收购前的 1985 年相比，到 1990 年，绥夫维的总工时实际上更多，但工资却比 1985 年低。与杰拉姆·科尔伯格的谈话，1998 年 1 月 29 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供应商、客户、雇员、退休职工、现有管理阶层、现有工人和社区，当然，还有股东——负有责任。那么，谁的利益优先呢？当然，你能在任何时点上找到支持任何人的利益的证据。我们是这样做的：我们使公司中尽可能多的人成为股东。如果经理们确实为股东——这中间包括他们自己——的最大利益着想，他们就会正确地平衡公司所有成员的利益。如果有一方的利益严重失衡，公司就会有问题，股东就会有问题，社会就会有问题。[1]

协调所有者和管理阶层的利益

要使绥夫维的经营蒸蒸日上，需要绥夫维的经理们和 KKR 的合伙人辛勤工作。价值的创造不会唾手可得。权利转移本身并不能创造价值。税收会计方法的改变也不会创造价值。它也不是某种看不见的市场机制的结果。价值的创造来自卓越的管理——好的计划、好的行政体系和好的经营方式——这常常需要在相当长的时间里进行大规模改革。因此，交易结束后，管理阶层和新的所有者都有各自的工作要做。

在一个杠杆程度很高的企业中，所有者和经理间的关系建立在一个基本原则基础上：通过使经理们投资相当多的个人财富于他们所管理的企业中，把他们变成为所有者，他们就有更强大的动机为所有股东的最大利益服务。[2] 这种管理阶层投资入股方案的目的，是保证经理们有足够的“利益动机”关心公司，但这种动机又不能太大，否则，经理们可能会过于保守。不利影响是有的，但不太大；正面影响使大家受益。重要的并不是简单地把经理变成股东，而是使他们成为一切意义上的所有者，就像 KKR 的合伙人喜欢说的那样，使他们成为“其决策结果的所有者”。

因此，把股权分配给管理阶层是关键的第一步。在一个典型的上市公

〔1〕 与迈克尔·塔卡尔兹的谈话，1996 年 4 月 17 日。

〔2〕 在 1982 年的一份文件中，KKR 指出：“KKR 的负责人认为，（收购的）所有权结构和财务结构大大提高了新公司作为持续经营企业的生存能力，因为通过有关各方分享股权有了共同的目标。”多年来，在 KKR 的招股说明书和基金备忘录中这一基本观点以不同说法不断出现。Kohlberg, Kravis, Roberts & Co., 1982 Investment Fund, KKR files.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司中，经理们以股票赠予或股票期权形式持有的本企业的流通股比重不大。总的看来，在 KKR 从 1976 年到 1989 年间的收购活动中，在收购活动结束时，经理们在被收购企业中的股份所有权从将近 25%到不足 2%不等。管理阶层持有股份的多少随公司规模和经理们个人的财富情况而不同。一般说来，高层经理们被要求把相当比例的个人净财富——包括从出售收购前的企业的股份中获得的收入——投资于被收购的公司的股份上。如果新管理班子的现金投资没有达到目标持股水平(在规模大的交易中，一般为 5%～10%；在规模小的交易中，一般为 25%)，KKR 就用股票期权补充其持股水平。股票期权通常有 5 年的购股权条款，经理们的股份受“回购”条款制约，如果他们基于 KKR 认为不正当的理由离开公司，他们的股份将被公司购回。

所有这一切并不像听起来那么简单，投资于公司中的经理可能仍有不同于其他股东的利益。(或者，他们只是没有能力有效地为股东的利益行动。)成功的收购不仅是把经理转化为所有者，它还必须通过经理持股、高杠杆和董事会的严格监督使经理的绩效与股东的利益相一致。

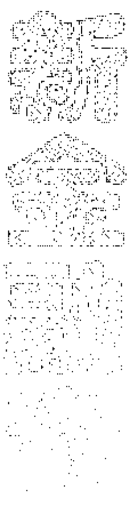
同时，成功的收购必须使所有者认同经理的价值观。在典型的管理阶层收购中，投资者只能指望在长期里实现利润最大化。他们必须忍耐。收购合伙——在字面意义上和在想象中——的建立，以一种迫使每个人都关心企业长期生存能力的方式把外部投资者和经理的利益捆绑在一起，其目的是使其中的每个人不仅把获利能力和短期经营业绩的改善(这是需要的)相权衡，而且与投资、创新和保值的长期战略相联系。



收购合伙要求股份投资者“忘却”传统思维模式。这种思维模式长期以来一直把简单的资产增长和每股年收益率作为衡量公司成功与否的最重要指标。在收购结束后，公司的生产现金流的能力、控制债务的能力和改善营运指标的能力衡量会更好。利润并不按季、按年分配，而更经常地表现为在几年后出售股权时实现的资本增值。由于要求投资者有耐心，因此，进行收购的一般合伙人的重要责任是，告诉有限合伙人给予经理足够长时间的必要性，同时还要保证经理们受到严格监督。因此，KKR 处在一个关键位置上，这要求它设法使经理和消极的投资者同样关注长期价值的创造。

收购的成功最终取决于把所有权激励与收购的财务结构、监督机制联系在一起的各种因素的相互作用。KKR 总是小心翼翼地把收购中的杠杆描述为“融资技术”，但它的内涵远不止如此。在收购后的环境中，杠杆与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



管理阶层的绩效复杂地联系在一起。如果收购价格太高，债务偿付压力会削弱管理阶层最优地追求长期战略效率和经营效率的努力。同时，债务施加着严格的预算约束，迫使管理阶层采取必要的行动解决短期问题。经理们在“债务约束”下开展经营，要求他们具有在通常的公司环境中不曾受到过考验的能力。为保证一切按部就班地进行，收购企业必须持之以恒地进行董事会监督。事实上，正如 KKR 向它的基金投资者所说的那样：“持之以恒的监督和最初的重整，与交易的圆满达成同等重要。”〔1〕

与管理阶层结成合伙关系

管理阶层收购之后，在企业的控制体系（绩效测度和奖励）和治理结构（即决策权的分配）上，出现了新的游戏规则。经理们和投资者一样，都得学会重视陌生的指标，如市场价值回报（Return on Market Value）和闲置现金流量（Free Cash Flow），而不是每股收益、盈利增长和市盈率。原来大公司的部门领导现在得负责管理公司的报告、税收和财务职能，并负责以前不在他们的权限范围内的内部控制体系。他们还得学会自主经营，对战略和政策决策负起直接责任。以前担任私人公司经理的人现在得学会适应新的所有者、更复杂的监督机制和更严格的控制体系。

收购后，经理们别无选择，只能不断磨练自己的本领。企业的资本结构迫使他们重视债权人的利益——因为正是靠债权人提供的贷款，收购才成为可能。在一般情况下，收购后的前 3 年的企业计划必须考虑到迅速偿还债务，特别是那些期限短的优先级债务，这类债务有着苛刻的定期偿还条款。这就给管理阶层施加了严厉的限制，迫使经理在降低成本的同时出售资产——那些出售价格可能高于目前用途上的价值的资产。现在，每一份预算预测——从增长目标到营销方案、新资本支出、研究开发、人事和报酬——都不能是执行起来松松垮垮的智力练习了，不能是大部分公众公司中的那种预算了。严格的“债务约束”不允许有松懈，不允许有意外，不允许有偏离。出现了问题，坦率是最要紧的。在收购中，管理变得透明。

由于必须关注股东的长期利益，经理们必须避免为削减成本而削减成

〔1〕 Kohlberg, Kravis, Roberts & Co., 1982 Investment Fund, KKR files.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本。只要经营中和资产出售中产生的现金流一直健康并处在收购重整时的预期范围内，在长期投资和短期债务削减之间就不会有任何冲突。应该削减成本时就削减成本；只要价值创造的前景看好，就应进行投资和建设。事实上，收购的结构鼓励管理阶层既在短期里满足债权人的利益，又在未来创造股票价值。

KKR 试图通过它的合伙人作为公司董事所能发挥的作用来实现这一点。在这种作用的发挥中，所有者—经理的关系得到加强。KKR 所谓的"与管理阶层结成合伙关系"并不是一句空话，不是为了引诱经理们持股而唱的高调。它与管理阶层间的合伙关系在收购过程中得到了培育——在那时，KKR 就与目标公司的经理们讨论了与战略、经营和管理阶层参股有关的一切问题——并在收购后通过收购董事会进一步完善了这一关系。

收购董事会

在收购中，董事会监督的内涵远远超过了通常的信托监督。一方面，KKR 希望避免干预管理的过程；好的经理要求有（也应该有）经营自主权。对 KKR 的董事来说，第一条规则是尊重"由经理管理"的原则，或者像克拉维斯所说的，"管理阶层和 KKR 共同收购了公司——他们是合伙人；但是，最终，经营企业的是经理。"[1]另一方面，在残酷的收购中，价值创造要求全身心地投入。KKR 控制的董事会对那些提供了关键的税收和法律建议的人起着信息传输渠道的作用，是交流战略思想的重要讲坛；在财务重整中是领袖，帮助经理们向基金投资者和在首次公开募股后向大众投资者提供信息。在这一过程中，KKR 的合伙人作为董事会成员必须竭尽全力，其勤奋程度在当代美国公司中实为罕见。

KKR 董事会模式可追溯至 70 年代初贝尔斯登的收购活动，当时，KKR 最初的三个合伙人不仅参与收购，而且从收购后的重组、公司上市和为剥离的资产寻找买家中积累了经验。在当时，他们就深刻认识到自己在某些方面知识的欠缺。和克雷顿不同，克雷顿作为一般合伙人有着丰富的经营才能，KKR 的合伙人承认自己缺乏经营公司的能力。另一方面，作为

〔1〕 与克拉维斯的谈话，1994 年 5 月 12 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高杠杆企业的主要所有者，他们又不能做那种超脱的“外部”董事——即在大部分公司中起着花瓶作用的那种董事。仅靠作为金融分析家具有的技能，他们无法深入了解他们所拥有的公司。要成为真正有效的董事会成员——即在监督经理和为经理提供咨询中发挥有效作用——KKR 必须对行业和公司的具体活动有深入的了解。

在开头几年，当 KKR 的注意力主要放在成熟行业中的小制造公司上时，这还相对容易。1982 年，KKR 的三个老板为它的公司董事会规定了独特的角色。“在收购方案、出售资产和资本投资方案中，为公司提供帮助并在筹措资金或为投资者提供流动性方面，就时机的选择和最佳方案为公司提供咨询。”[1]1979 年以后，通过与德罗伊特—哈斯金斯—塞尔斯会计事务所的合作，KKR 获得了税收计划方面的专业知识，这种知识常常是有效地进行收购和出售资产的关键。

但是，由于 KKR 持股类型极其多样，所以没有一种通用的战略能适用于 KKR 的所有公司。不存在涵盖一切的管理行政体系，没有一种通用的公司文化，这就是让管理阶层去管理的原因。但是，通过 KKR 掌握的融资技术，知识能够转移，会计和控制系统的最优实务也能转移。到 80 年代中期，KKR 以三种方式实现这种知识的转移。首先，对那些欠缺高水平融资技能的企业，KKR 负责寻找和招聘首席财务官。其次，它为收集和报告财务及经营数据建立了广泛适用的标准。正如德罗伊特事务所首席执行官迈克尔·库克所说的，“KKR 发展了一套通用的沟通方法、一种通用的语言，它既可以用于加州的一家超市，也可以用于田纳西州的电池制造厂。”[2]最后，它为内部财务控制系统的组织和管理提供咨询，特别是对那些从大型母公司手中买来的企业。

到 80 年代中期，KKR 的收购活动大大扩展——延伸到建筑、零售、广播、旅馆管理、房地产和出版业中。随着 KKR 合伙人数量的增加，它有更多的机会接触到更多的专业知识。在科尔伯格于 1987 年离开 KKR 之后，克拉维斯和罗伯茨继续担任 KKR 所控制的每一家公司的董事（这种做法一直持续到今天）。每个董事会上一般还有另外一两个 KKR 的合伙人，他们或者具有某一行业的专门知识，或者正在迅速掌握所在行业的专门知

〔1〕 KKR，1982 Investment Fund.
〔2〕 与迈克尔·库克的谈话，1996 年 8 月 5 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识。到1990年，就能够看出KKR的各个合伙人能够转移给新收购的公司的收购经验和董事会经验了。例如，泰德·阿曼在广播和有线电视、吉米·格林在零售业、克利夫·罗宾斯和斯高特·斯图尔特在消费品方面皆具有相应的专业知识。迈克·塔卡尔茨有做过银行家的经历，索尔·福克斯有做过税收律师的经历。

KKR董事会最重要的职能和其他公司的董事会一样——使管理阶层负责，并在必要时，调整最高管理阶层。大部分公司的董事会都觉得这些基本责任很难贯彻，甚至使其望而却步（收购委员会的例子给它们上了一课）。有一点必须指出，KKR极少撤换所收购的公司的经理——事实上，在1988年以前，它根本就没有这样做过。KKR最初的假设几乎总是只要公司能够改善，只要正确的激励机制到位，现任管理阶层就能够做好工作。在收购后撤换公司经理被KKR视为凶兆。除极少例外外，除非KKR能确保公司现任管理阶层——如果不是首席执行官，那么至少是高级管理班子中的核心人物——能够留下来继续开展经营。例如，在侯戴勒公司，当时的首席执行官任职时间很长，也十分成功，但他计划在收购后马上退休。KKR在进行交易之前，设法找到了一位有能力的继任者。

在收购后的5年内更换经理，常常被认为十分必要，这一事实在一定程度上表明了公司经理的高自然淘汰率，这种淘汰有各种原因——退休、生病、变节或缺乏能力。KKR几乎无法或根本就无法控制前三个因素（股票赠予计划可以降低变节的可能性），但它竭力控制第四个因素。而且，很难从表面和行为中预测到经理们会在多大程度上适应环境的变化。这种适应是杠杆的严格约束和为股东创造财富的压力所要求的。



例如，PT零部件生产公司（PTC）——以前是生产电力传输设备的联合型大企业FMC公司的一个部门——是KKR遇到的第一起经理们在旧体制下经营良好而现在无法适应新体制的情况。在1981年被收购后，PTC在建立必需的财务、法律、研究开发和其他公司层面上的职能部门——在以前，这些职能属于母公司——方面步履缓慢。更令人吃惊的是，公司经理虽然在采取短期成本削减措施上无所畏惧，但是，有证据表明，他们没有能力在生产的时机选择和生产流量方面改善整体经营效率。即使在1981～1982年衰退的巨大压力下，增加库存的旧习惯依然很难打破，成本开始急剧上升。扣除利息和税收前的盈利从1981年的2 500多万美元降低到1982年的不足1 700万美元（见图3－1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

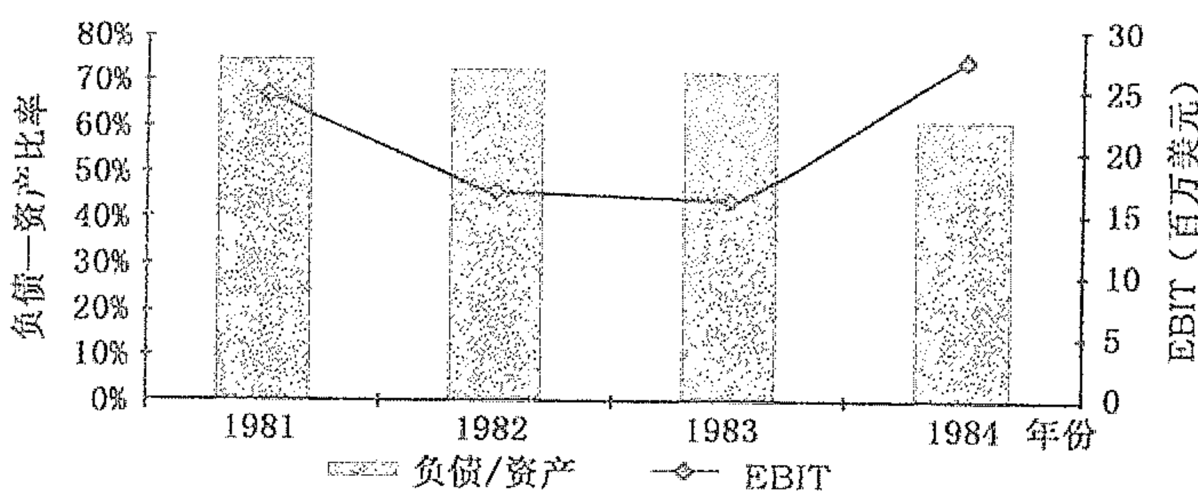


图 3—1　PT Components 公司业绩（1981～1984 年）

在收购 PTC 一年后，KKR 招来了一位外部人，田纳克公司的罗纳德·摩瑞斯，来为 PTC 掌舵。在摩瑞斯上台时，持续的衰退仍导致公司在 1983 年亏损（但 EBIT 为正）。削减成本和大幅度地提高劳动生产率使 PTC 渡过了市场不景气的难关，摩瑞斯使企业恢复了获利能力。1986 年，PTC 公司被出售给了第一芝加哥投资公司——KKR 收购 PTC 时的投资者之一——领导的一群投资者。PTC 产生的投资回报率以复利计算，每年超过 52%。

同样的命运也发生在丽丽·土丽普公司中，这是 1981 年 KKR 进行的另一起部门收购（向欧文斯—伊利诺伊斯公司收购的）。KKR 最初对这家公司管理阶层的过高希望再次破灭。科尔伯格和迈克尔·迈克尔森解释说，在收购之后不久，就有证据表明，公司首席执行官詹姆斯·柯布不会卖掉公司的飞机，不会从工资单上把他的亲朋好友的名字去掉，不会削减管理费用，而这些正是使公司利润提高的不二法门。KKR 迅速改革了管理阶层，招进了扭亏专家艾尔·丹拉普。到 1983 年，丹拉普使公司经营利润增长了 91%；1 年后，利润又增长了 31%。这使公司能够提前 1 年偿清银行债务（见图 3—2）。丽丽·土丽普公司发展得不错。它于 1986 年被出售，以复利计算，其股权回报率每年超过 57%。

有趣的是，在严格的债务约束下体会到了管理的残酷性的大部分经理，并不认为 KKR 对结果急不可耐。但耐心总是有限度的，一旦忍无可忍，董事会就会迅速采取行动。在 1977～1990 年 KKR 进行的 36 起收购中，有 5 家公司的首席执行官在第一个经营年度里被撤换。除了 PTC 公司和丽丽—土丽普公司外，KKR 撤换了 Motel 6、停车购物公司和马雷三家公司的最高执行人员。[1] 在斯道尔通讯公司中，彼得·斯道尔——公

〔1〕 Motel 公司的问题是存在欺诈（见第二章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

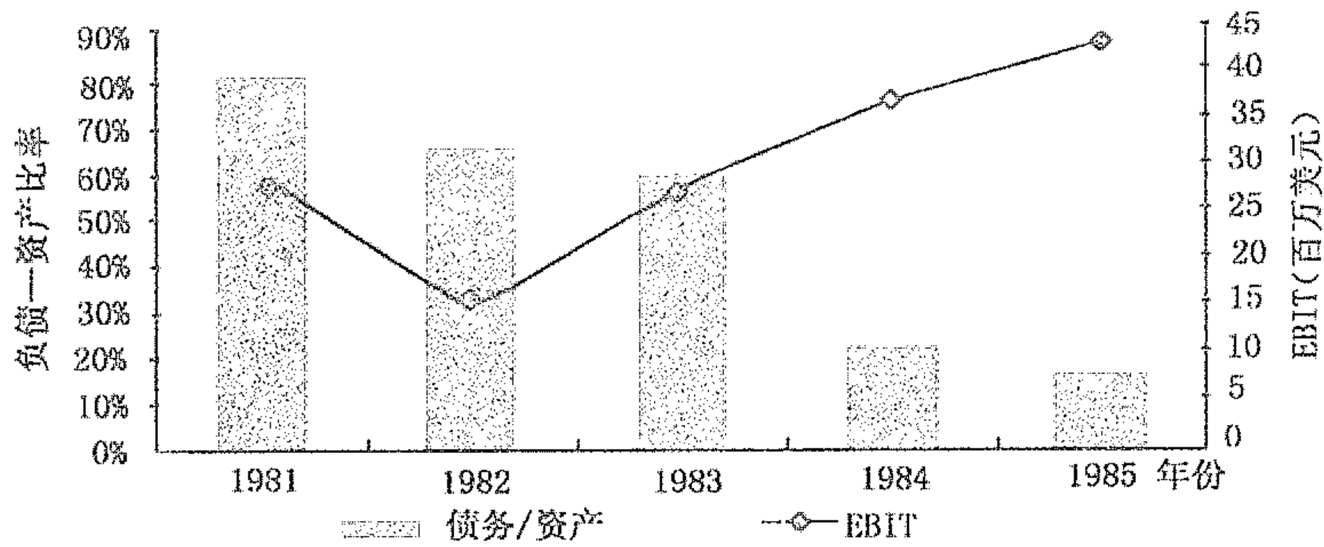


图 3—2 丽丽—土丽普公司业绩(1981～1985 年)

司创始人的儿子,企业被收购时的首席执行官——由于个人原因,在收购后的 6 个月内意外地离开了公司。[1] 在另外 10 家公司中,最高管理阶层的更替在收购时就已预料到,原因都是经理已经决定离开公司或退休。

随着时间的推移,对这种(通常预见不到的)问题的反应经验使 KKR 有能力考虑收购那些其经理注定要离开的公司。KKR 最大的和最著名的收购活动——1988 年对 RJR 纳比斯科的收购——就是这种情况。到 1994 年,KKR 已积累了足够的经验、人才网和对自己的董事会机制的充足信心,甚至像收购包尔顿这种管理水平糟糕之至的公司也不是不可想像的。

到 80 年代末,KKR 的合伙人对他们作为董事会成员的职能、对董事会和经理间责任的划分以及如何管理好董事会和经理间关系的问题,已形成了一套相应的看法。收购董事会的任务,从它控制公司的第一天到最后一天,是保证长期价值的创造。实现这一目标,KKR 必须小心翼翼,因为 KKR 常发现自己是有着远景目标的经理和没有耐心的机构基金投资者之间的缓冲层。经理们必须盯住成本,但他们也需要对企业发展战略——资本投资、研究开发以及营销——的资金支持。KKR 的合伙人派瑞·高尔金解释道:



> 我们是长期投资者。对我们的基金投资者来说,我们不能够逐季管理,我们常常被迫发布月度报告;然而,事实上,我们甚至不想发布季度报告,因为这种做法缺乏哲学根据。我们只想每年评估一次我们持有的私人公司。如果目的是创造

〔1〕 行业中谣传彼特·斯道尔是被赶走的。事实上,他决定离开让 KKR 大吃一惊。与保罗·雷瑟尔的谈话,1995 年 8 月 16 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期价值，那么你就得换一种思路；你必须忍耐。[1]

KKR想使经理们通过日常管理，实现重大的转变、逐步的改善和进行投资，这是最大化股东长期价值所必需的。经理们如何实现这些任务，得由他们自己决定。KKR不愿意把自己的战略观或经营哲学强加给他人。因此，董事会中的那种严重的紧张关系在KKR里几乎看不到，在与KKR的合伙人和公司首席执行官的交谈中看不出有过这种冲突。波伊斯说，虽然金融家们和经理们看待问题的方式不同是十分自然的，但是，KKR从不介入他对艺达思公司的管理。金霸王公司的查尔斯·佩林回忆起董事会中的两次冲突—— 一次与股票回购方案有关（管理阶层支持，KKR反对），另一次与建设一个新的总部有关（在找到为新总部提供资金的较便宜的方式后，KKR予以批准）——但这类事件极少发生。斯图尔特认为，在收购后的并购活动中，KKR可能比经理们更保守，在可能显著改变管理阶层持股状况的资本结构调整上，双方可能会有分歧。在其他方面，斯图尔特不认为会有什么普遍因素使经理的利益与KKR企业中的投资者利益割裂开。斯图尔特说："经理们大量投资于其企业的事实本身就解决了90%以上的问题。我们仅仅解决剩下的问题。"[2]

在KKR公司中，董事会的治理靠的不是季度会议或月度会议，而是每周有时甚至是每天里KKR和管理阶层间的不断交谈。这使KKR的合伙人负担很重，要求他们在组织交易的同时，还得是积极主动的董事会成员。一般说来，在收购后的前三年里，董事们忙于治理，这时的债务包袱最严重，管理问题的机会和风险也最大。此后，一切都依赖于公司完成其战略目标和财务目标的情况以及在这一过程中所遇到的问题。财务目标最需要重视。并购活动使KKR董事会成员满负荷运转，出现法律危机和财务危机时同样如此。为防止进入破产程序，清盘EFB卡车运输公司使鲍勃·马克唐纳几个月里一直殚精竭虑。在希尔斯巴罗控股公司（沃尔特工业公司）1989年申请第11章破产保护程序后，塔卡尔茨和高尔金同样深陷于法律问题中。对RJR纳比斯科的收购使罗宾斯和斯图尔特在几年的时间里全力以赴。斯图尔特说，最近，处理包尔顿公司的事务占用了他30%的时间。现在，包尔顿已出现了转机。他和罗宾斯几乎每天都与包尔

〔1〕 与派瑞·高尔金的谈话，1996年5月28日。
〔2〕 与波伊斯的谈话，1994年7月14日；与查尔斯·佩林和刘易斯的谈话，1995年8月21日；与斯高特·斯图尔特的谈话，1996年8月19日。

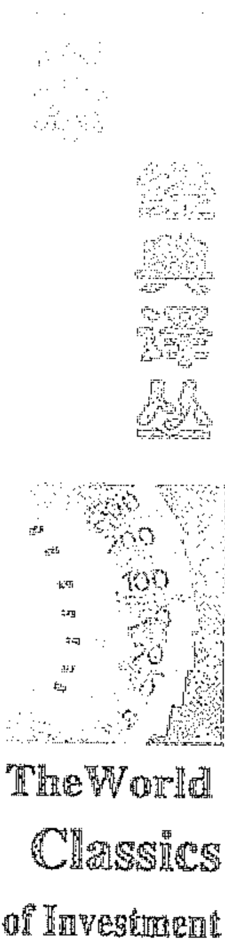
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿的管理阶层谈话。在比较健康的金霸王公司，KKR 是少数股东但仍控股，斯图尔特作为主要的董事会成员，需要投入近 5%的精力和时间，他每周都要与金霸王的管理阶层电话交谈。[1]

呈交 KKR 详细的书面月度报告构成了首席执行官和首席财务官与 KKR 间持续讨论的基础。正式的董事会会议倒并不重要(真正把 KKR 所有董事会成员和经理们集中到一起的可能性微乎其微，因此，全体参加的董事会常常被推迟或取消)。公司的外部董事对企业的了解一般十分肤浅，对董事会会议间隔期间的进展几乎一无所知，并且他们在企业中的利益并不比每年的车马费多出多少。在这种公司中，经理们为外部董事每月或每季举办的“盛大演出”在 KKR 中根本看不到。

总之，管理决策必须被审查、质疑甚至辩论，但很少被推翻。KKR 运用董事会的权力审查和帮助贯彻战略财务决策。它就会计和控制体系提供咨询。它坚持与管理阶层间持续的和互动的讨论。简短地说，它做公司董事应该做的；但它不会对公司的战略或经营决策独断专行，也不干预决策的执行。在管理战略上，KKR 的董事会甘心扮演投资者的角色。资本支出、研究与开发投资和就业等在 KKR 的公司中一般保持在或超过收购前的水平。慈善捐款和社区参与同样得到鼓励。

坦诚、通畅和非正式的持续沟通，使 KKR 能更好地抓住它所控股的公司不断变化的现实；同时，经理们也有机会使 KKR 听到自己的想法、批判自己的计划，并最终向 KKR 的有限合伙人反映和捍卫自己的战略。金霸王公司的基德——一位干劲十足的独立经理——认为，KKR 董事会的工作过程不仅是一种监督机制，而且是一种有用的咨询。他说：“我喜欢与聪明人交流思想，”“KKR 是聪明人最集中的地方。你与谁交谈并不重要，你几乎在任何问题上都能得到明智的答案，特别是当你的问题正好是他们的强项时。”他认为，这些强项正是 KKR 保留给它自己的那些融资领域——购买和出售企业、安排金融市场交易。“对 IPO(首次公开募股)……他们有第六感；他们知道何时 IPO 市场最火爆。他们组织交易的经验丰富，并且在银行中很有影响力。”但是，在最后，无论进行融资交易的想法来自 KKR 还是管理阶层，解决途径是董事会和管理阶层达成一致。基德



〔1〕 与罗伯茨的谈话，1994 年 5 月 7 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说："决策不是单边的，我们在同一条船上。"[1]



绥夫维公司

现在我们再回头重新审视绥夫维管理阶层面临的问题。在收购时，绥夫维公司的问题比 KKR 大部分收购项目的问题都严重。绥夫维公司在收购前实现的那种增长，在经济上使其所有者、经理和工人都岌岌可危。公司面临倒闭的危险，它所处的竞争环境要求绥夫维公司提供给客户的服务成本更低、更有效率。企业的首要任务是，通过剥离资产和削减劳动成本创造价值。

绥夫维公司的管理阶层并非没有认识到问题的存在。1981 年，绥夫维公司发起了历时几年的业务重组。到 1986 年，绥夫维公司削减了 22% 的非商店职员，合并了一些事业部，出售了美国和加拿大的一些经营不善的业务。在 1981～1985 年间，它的盈利翻了一番多，从 1.08 亿美元上升到 2.31 亿美元。事实上，在所有的市场上，绥夫维公司的排位不是第一就是第二。但是，这家超市连锁并没有挖掘出全部潜力，这就是它为什么成为如此受欢迎的接管对象的原因。KKR 的深入考察表明，绥夫维公司的日常经营和管理控制体系有巨大的改善空间。马戈万承认，绥夫维会计体系的一个大问题是"我们不知道各个部门的回报率"。有一点十分明显，虽然绥夫维在商店现代化上进行了大量的资本投资，但是，很大一块投资投在了在长期里不并具备生存能力的业务上。[2]

而且，绥夫维高成本的劳动合同也存在严重问题。公司的工资水平从 1980 年高于行业平均水平 13%，上升至 1985 年高于行业平均水平 33%。在一个利润率只有 1%左右、劳动力成本一般为非商品经营费用的 2/3 的行业中，这是一个十分糟糕的信号。[3] 因此，在收购后，增加股东价值不仅要求出售大量资产、改进经营和会计约束，而且需要解雇部分员工。一旦解决了短期问题，绥夫维的管理阶层就能更有利地推动企业的增长——投资于正确的项目和创造新的工作岗位。重新考察绥夫维 1986 年 8 月 29

〔1〕 与基德的谈话，1996 年 7 月 24 日。
〔2〕 Stevens and Wruck, *Leveraged Buyouts and Restructuring*, p. 11.
〔3〕 Stevens and Wruck, *Leveraged Buyouts and Restructuring*, pp. 6～7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日被 KKR 收购之后的发展，能清楚地看到这一切是如何发生的，见表 3—1。

表 3—1　　绥夫维收购后的财务结构

融资形式	数量(百万美元)	比例(%)
可展期银行贷款	2 035	47
优先级从属票据	750	17
次级债券	250	6
合并债券	1 025	24
可赎回优先股	45	1
营运资本中的资金	84	2
普通股	130	3
合　计	4 319	100

罗伯茨和马克唐纳分两步进行对绥夫维的收购：在前期现金标购后进行合并。[1] 最终结果是一个杠杆程度甚高的财务结构。高杠杆无疑迫使绥夫维的管理阶层提高其现金流。KKR 和绥夫维的管理阶层与贷款银行合作制订了一份资产出售方案，以迅速还清绥夫维的银行债务。绥夫维向银行保证出售约 18 亿美元的不良资产。为改善其经营约束，KKR 认为绥夫维需要一些外部帮助。

为这一目的，罗伯茨和马克唐纳敦促马戈万聘请了伯德咨询公司做顾问。斯蒂文·伯德曾是阿瑟·D. 李特咨询公司的咨询专家，以前曾为另外两家 KKR 控制的公司提供了咨询。他带着三项任务来到绥夫维公司：帮助绥夫维削减经营成本，合理化公司的分配、定价和控制系统，使这家曾以规模和增长著称的公司变得"苗条小巧"。伯德的工作性质类似副首席经营官。绥夫维按地域组织的事业部结构使其工作十分棘手，因为这些事业部与它们的组织之间几乎没有内部逻辑性可言。伯德想知道它们作为独立的单位时业绩会怎样。[2]

为找出经营不善的事业部，伯德和他的班子要确定各个事业部的发展前景——作为一个独立的企业，它能够创造利润吗？它能卖出什么价钱？

〔1〕 Stevens and Wruck, *Leveraged Buyouts and Restructuring*, pp. 3～4.
〔2〕 与斯蒂文·伯德的谈话，1995 年 9 月 22 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案可以通过衡量各个商店和事业部的市场价值回报(Return on Market Value,缩写为ROMV)找到。确定ROMV——各个商店的现金流量除以其资产的评估(预期市场)价值——需要分析成千上万份租赁合同。为了清楚地确定和比较各个事业部的情况,各种会计程序被转换为标准的会计准则格式。在这样考察了各个事业部的业绩后,绥夫维和它的董事会提出了几个出售对象。

第一笔资产出售发生在1987年2月,132—英国事业部约以9.2亿美元出售给了阿吉尔公司。在1987年晚些时候,61—盐湖城事业部以6 800万美元出售给了伯尔曼(Borman)。绥夫维关闭了144—达拉斯事业部,把该事业部下的各家店零散出售。以1.65亿美元的价格出售俄克拉荷马事业部,以1.43亿美元的价格出售堪萨斯城事业部,以4.05亿美元的价格出售南加州事业部;还有一个事业部卖了1.05亿美元;还有许多小规模的资产出售。到1988年8月,绥夫维已经出售了11项主要业务,涉及1 000家商店。与此同时,公司的员工数量从185 000人降低到107 000人。绥夫维总部也裁掉了300人,约20%,仅这一项每年就节省了1 500万美元。[1]

在出售资产的同时,绥夫维积极地对1 300份劳动合同中的大部分重新进行了谈判。但是,达拉斯的工会——媒体报道的主角——提出了强硬和敌意的反对意见。这是一个分水岭,因为在绥夫维向其提出出售建议时,工会希望绥夫维把它卖给一家工会商店。如果工会同意作出让步,使事业部能与非工会超市竞争,KKR愿意这样做。但是,此时发生了一些破坏活动,客户们受到粗暴对待,"损耗"急剧上升,达拉斯事业部的损失数以百万计。在经理们与工会官员毫无结果的谈判之后,绥夫维关闭了这家事业部。虽然与达拉斯工会的冲突给KKR在公众中的名声造成了不利影响,更不必说对达拉斯地区工人的影响了,但是,这起事件让其他地方的工会引以为鉴。由于整个事业部可能被出售给非工会所有者,其他地方工会愿意进行交易,作为把商店出售给工会商店的条件,绥夫维得到了工资上的让步。[2]

在这些事件中,KKR一直在评估营运数据。到1981年,有一点已十

---

〔1〕 绥夫维财务报表,KKR的文件。

〔2〕 绥夫维管理阶层寻求联合食品和商业工会(United Food and Commercial Workers Union)的支持,以求在资产销售中尽可能"保证雇员的支持"。在雇员能够作出让步的事业部中,能够以较高的价格出售资产;这样,只需出售较少的资产。在行将出售的商店中,通过获得工资让步,买主就更有可能保留现有的工作岗位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分明显，公司持有的大量房地产需要更细致的管理和更深入的监督，而这却不是绥夫维的管理资源所能提供的。绥夫维拥有和租赁的房地产的价值在账本上被低估。特别是其中的许多房地产可以进行开发或出售给第三方，然后回租；并且，一些非营运性房地产如果在年末以前未能售出，绥夫维将损失税收上的巨大好处。为解决这些问题，KKR 求助于帕克地产信托公司——KKR 控制的另一家公司——的彼特·比肯的专业才能。比肯组建了一家联合房地产合伙企业，处理绥夫维所有的房地产开发问题。这家房地产开发公司（PDA）借入了大约 4 亿美元，开始对房地产出售一批、转换一批、租赁一批，在公司重要的地产所在的地方就收购整个购物中心，并广泛地强化绥夫维持有的房地产的价值。[1]

随着房地产问题逐步解决，绥夫维的管理阶层开始把注意力转向需要改革的其他领域——地点评估、资本支出和记录绥夫维各个资本支出项目的进展。为进行必要的改革，伯德必须彻底审查绥夫维部门管理阶层的报酬体系，激励经理采取更有效率的经营方式。

绥夫维的经理们对待其业绩的方式存在严重问题。经理们的奖金为其薪水的 20%，通常根据公司的增长来支付。经理们持股比重的增加应该有助于帮助经理们认识到增加股东价值的必要性，但旧的习惯很难改变。转变思想观念不仅需要教育，而且需要改革激励结构。伯德的一项最重要的改革是根据部门经理们的经营提高 ROMV 的程度，而不是根据销售额来考核他们。[2] 这一改革鼓励部门经理们更努力地控制成本，并对出售不良资产的机会更加敏感。经理们的反应是，更重视各家商店的经营、劳动效率和控制库存，以及出售那些经营中产生的现金流与其昂贵的地理位置不相称的商店。由于完不成目标等于得不到奖金，获利能力和资产的有效率的利用取代了增长，成为部门经理成功的关键指标。这项改革效果不错：到 1990 年，绥夫维的就业和收入再次出现了增长势头。



削减绥夫维的债务是 KKR 关心的头等大事。到 1987 年末，公司出售的全部资产赚来了 42 亿美元的收入，而银行的贷款合同只要求出售 18 亿美元资产。KKR 用这部分收入把银行债务从 57 亿美元降低到 31 亿美

[1] 与吉米·格林的谈话，1996 年 6 月 26 日。绥夫维在 PDA 中拥有 80%的股权，在帕克地产信托公司中拥有 20%的股权。

[2] 与伯德的谈话，1995 年 9 月 22 日。计算这一比率要求对绥夫维各家商店进行市场评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元，并回购了流通在外的其他票据和债券。1988 年 4 月，KKR 帮助绥夫维以5 710万美元回购了流通在外的优先股，并与银行重新谈判了贷款条件，使剩余银行债务的成本下降了 150 个基点。这种干预是 KKR 监督其公司的财务绩效的作用中的一个正常的和重要的组成部分。绥夫维的董事们抓住一切机会调整资本结构。只要市场条件有保证，KKR 就会重整债务——甚至增加债务——如果公司创造现金流的能力能支持债务增长的话。[1]

对 KKR 来说，同样重要的是，确定通过向公众发行股票出售企业或部分企业的最好时机。对于绥夫维公司，1990 年 4 月，时机似乎成熟了。它进行了首次公开募股，以每股 11.25 美元(最初的投资是每股 2 美元)出售了1 150万股股票。募股资金被再投资于企业中。随着公司的经营和股票的市场表现继续看好，绥夫维于 1991 年 4 月进行了第二次募股，以 20.50 美元的价格出售了1 750万股股票。整个募股行动——从管理资产负债表到改进经营约束——都包含着十分详细的分析、关于不断进行改善的承诺和公司管理阶层与董事会间良好的工作合作等。

即使如此，仍没有时间松弛。90 年代初，尽管有重整和资产的出售，尽管经营得到改善，尽管首次募股获得成功，但绥夫维还是遇到了新的困难。在 1989～1992 年间，公司每年盈利增长 15%；但大部分盈利增长来自伯德的成本削减项目，而长期绩效并不令人满意。营运现金流量下降(见图 3—3)，在 1991～1992 年间，销售实际上一直稳定在大约 51 亿美元的水平上。随着销售止步不前，绥夫维发现自己的市场份额正被新的市场进入者——巨型折扣销售商如价格俱乐部等——抢走。此时，伯德已去弗莱德·麦格公司工作。

KKR 认为，它必须调整最高管理阶层。马戈万当时已成为旧金山巨人的一般合伙人，显然他无法专心于在绥夫维公司中采取进一步的有效措施。1992 年 10 月，伯德被重新招回，担任绥夫维的总裁，1993 年 5 月

---

[1] 1991 年 11 月，绥夫维出售了价值为 3 亿美元、利率为 10%的优先级从属票据，以偿还价值为 3 亿美元、利率为 11.75%的优先级从属票据。它还赎回了剩下的价值为 5.65 亿美元、利率为 14.5%的次级从属债券。这种做法一直持续至 1992 年 1 月。当时，它出售了价值为 3 亿美元、利率为 9.65%的优先级从属债券，以赎回利率为 11.75%的票据。1992 年 3 月，公司又发行了 4 亿美元债务：2.5 亿美元利率为 9.35%的优先级从属票据和 1.5 亿美元利率为 9.875%的优先级从属债券。发行收入用于赎回剩下的价值为 1.5 亿美元、利率为 11.75%的优先级从属票据和价值为 2.5 亿美元、利率为 12%的次级债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

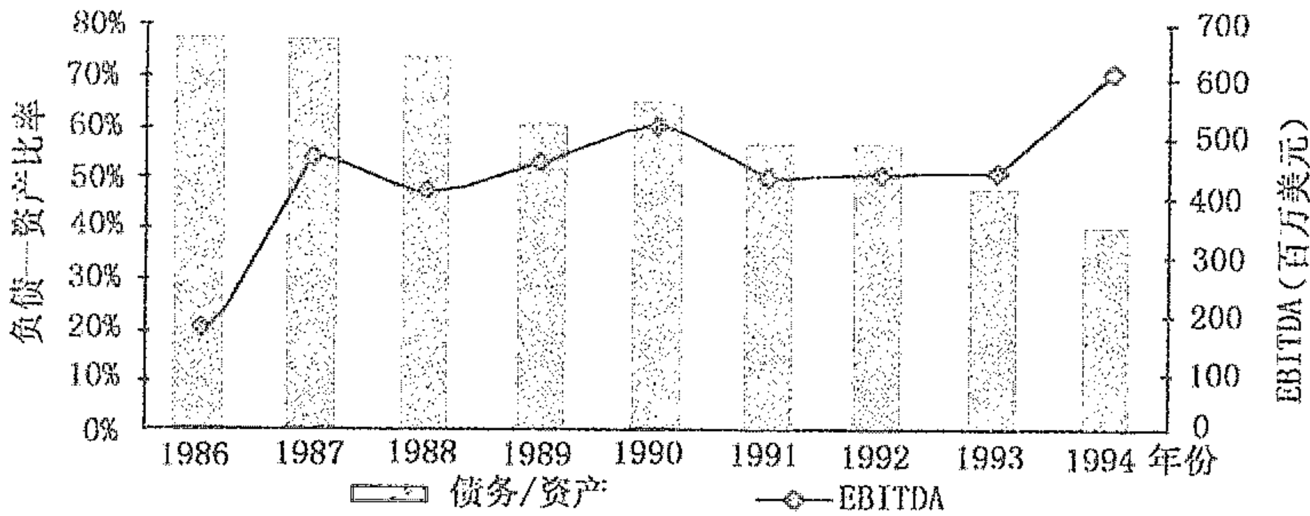


图 3—3　绥夫维公司的绩效(1986～1994 年)

任首席执行官。KKR 在绥夫维董事会中的"警察"格林认为,让一个职业咨询专家担任绥夫维的领导着实冒险;但是,在考察了伯德在 KKR 的四家公司中的业绩之后,格林认为值得为此一搏。[1] 伯德禀性严谨一致。事实证明,对于改进绥夫维事业部和商店的基本经营,伯德是正确人选。

伯德说:"我们认为,问题并不仅仅是被仓储俱乐部抢走的销售额,还有一些十分根本的问题需要解决。"一些事情让他哭笑不得。销售中经营费用的比重上升——在一定程度上,这是过于热心削减成本的结果。许多商店经理急于削减成本而没有全盘考虑其经营,只是简单地裁减工人或者没有部署好工人,结果导致成本上升。伯德深入考察了商店的经营,根据当地市场调整销售,并确保有一个更优秀的职员队伍。格林说,整个过程并不引人注目;只是对经营中的各个方面的根本改善。他指出:"伯德投资于系统中,不是那种深奥的系统,而是人们能够使用的系统。在某些(后勤)业务中,我们能够设法节约劳动力,把这部分劳动力安置到一线上去。定价也有改进的空间,这会提高绥夫维的销售收入。"销售收入在 1993 年增长到了 152 亿美元,1994 年增长到了 156 亿美元,营运现金流也大幅度提高。1994 年末,KKR 以 2 美元一股的价格购买的绥夫维公司的股票,上涨到了每股 31.875 美元。[2]

效率,而不是资产增长,是绥夫维管理方式的特点。在 1991～1996 年的 5 年中,绥夫维商店的数量从1 020家降为 881 家,雇员数量从92 800人降到82 800人。同时,经营利润率从 2.9%上升至 4.4%,平均工资也上升

〔1〕 与格林的谈话,1996 年 6 月 27 日。
〔2〕 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了20%。[1] 到1997年末，KKR1.3亿美元的原始股权投资所积累的全部现金价值为49.7亿美元，以复利计算，年回报率为42.7%。



金霸王公司

金霸王的情况又有些不同，自始至终，它都比绥夫维要好。KKR 1988年收购了金霸王；1996年，以换股形式把它出售给了吉列公司：1股金霸王股票交换0.904股吉列股票。KKR从金霸王身上获得的尚未实现的市场价值为28亿美元。在对金霸王的经营过程中，KKR已经赚到了另外的13亿美元。金霸王被出售结束了KKR对它的投资，这项投资达到了KKR实现不良资产价值的最高希望。把金霸王与绥夫维相比很能说明问题。在被收购前，和绥夫维(它以牺牲效率为代价，已经增长得很大)不同，金霸王有无限的增长空间。自开始起，绥夫维就是一个亟需扭亏增盈的企业；它的首席执行官并不情愿把它出售。收购金霸王是由它的经理们提出的。作为克拉夫特——食品加工巨头——的一个事业部，金霸王是一个典型的"孤儿"——规模太小，与母公司其他业务风马牛不相及，根本得不到高级管理阶层应有的青睐。它的经理们感到被拖住后腿，繁琐的行政事务、无休止的会议和公司的干预，阻碍了他们实施自己的营销和投资战略的能力。简而言之，金霸王被收购时的问题并不是通过重整业务创造价值，而是在一个基本健康的企业中释放价值的问题。

幸运的是，克拉夫特——它在1980年收购达特工业公司时购买到金霸王——已准备出售金霸王。由于预期的协同效应并未实现，尽管利润率很高，但金霸王从来就不是为克拉夫特其他业务创造资金的机器。由于二线业务的经营有问题，生产能力过剩，海外市场尤其是欧洲市场存在问题，金霸王1986年的盈利下降。部门经理们认为，他们能够处理好这些问题，但需要在技术、研究和开发上进行更多投资。

当柯达探询收购金霸王的可能性时，克拉夫特的管理阶层决定出售金霸王，这家电池制造商立刻吸引了一群潜在的买主。克拉夫特认为，一些

[1] 1995, Annual Report; 1995 KKR Portfolio Company Employment Statistics, KKR files.

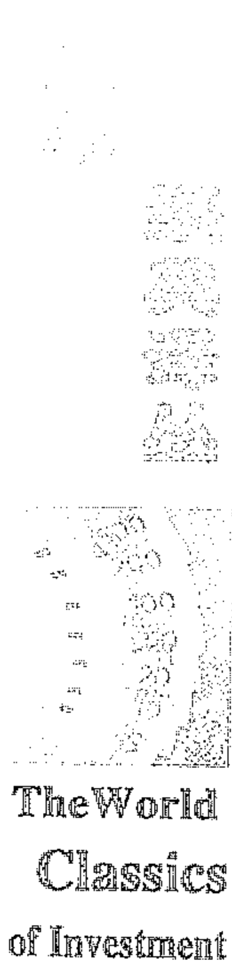
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略性买主，如柯达、富士通和吉列等，会来竞标；但金霸王 39 岁的首席执行官——鲍勃·基德—— 一个充满野心，始终盯住发财机会的年轻人——有其他想法，他匆忙飞到纽约，探询公司实行管理阶层收购的可能性。他四处兜售，最后发现与他志同道合的不是那些公司买主，而是金融界特别是那些收购企业，譬如克雷顿—达彼列尔、佛斯特曼—李特、吉本斯—格林，以及 KKR。这些潜在的买主不仅可能给他在克拉夫特公司中得不到的自主权，而且还能使他有机会拥有自己企业的大量股份。

KKR 喜欢金霸王的增长潜力。公司虽然已经取得了骄人的销售增长业绩，但尚未发掘的国际扩张潜力依然巨大——尤其是在碱性电池的销售上。在美国和欧洲以外的国际市场上，它的碱性电池市场份额只有 12%。考察了金霸王的经营后，克拉维斯认为，通过改善产品组合、扩大广告投入和降低生产成本，公司的利润率能进一步提高。KKR 的竞争对手们也看到了这一潜力，为了在竞标中胜出，KKR 必须击败佛斯特曼—李特公司中布莱恩·李特提出的收购方案。

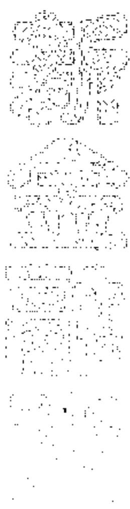
金霸王的经理们解释说，佛斯特曼—李特的收购方案要求，使用成本比 KKR 在收购融资结构中拟使用的垃圾债券成本低的次级债务。佛斯特曼—李特的股权投资比例不高，这使金霸王的管理阶层从自己拥有的普通股部分中得到了较高的杠杆。KKR 的方案是，投入更多的股权资金到金霸王中——就是说，杠杆较小——因为它认为金霸王提出的增长计划会限制现金流。克拉维斯说："我们试图告诉他们，在现实中，我们的债务—股权比率较低的资本结构更有吸引力。"这里的问题是，要足够多地放松债务的约束作用，以便更早地为管理阶层提供更多的自主权，让他们更多地投资于新资本项目和营销项目中。

整个过程，从开始招标到克拉夫特作出决定，前后持续了约 5 个月。在这期间，佛斯特曼—李特似乎始终占上风。在提出 KKR 的最好收购方案之前，克拉维斯询问了克拉夫特在高盛公司中的咨询专家，后者认为，对所有各方来说，这都是最后一次机会。最后，KKR 以 18 亿美元的价格——大约比佛斯特曼—李特的报价高出 5 000 万美元——赢得了胜利。



收购金霸王是 KKR 的第六笔最大的收购活动，所需要的资金超过 20.5 亿美元，其中仅收购本身就需要 18 亿美元——比柯达公司的报价高 50 万美元。KKR 为金霸王设计了两阶段融资。在第一阶段里，银行融资和其他债务工具融资达 10 亿美元，其中包括近 7.5 亿美元由可展期的银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行贷款便利、一份银行桥梁贷款和一份专门的 KKR 基金以及桥梁贷款组成。此后不久，KKR 进行了现在在资本筹措过程中已是常规做法的第二步，发行长期垃圾债券偿还短期债务。

对金霸王的收购，体现了在收购中股权重整为管理阶层提供激励的重要性。金霸王的 35 位经理共投入了约 630 万美元的资金购买股份。基德以现金形式投入了 100 万美元购买了 20 万股，整个管理阶层的持股比例相当低(约 5%)，这样，其他人就能得到相当高的持股机会。其他高级经理也都买了股份，投资了很大比例的个人净财富；并且，除了最初的认股外，都得到了股票期权。金霸王当时的副总裁查尔斯·佩林回忆说，具有讽刺意味的是，在金霸王被收购时，在向管理阶层全面解释期权的特征时，KKR 已经能够提前赢得这笔交易了：

> 我们不知道我们购买的每一股股票能得到多少股票期权。我们知道克雷顿—达彼列尔可能给得较少，可能是2：1。我们猜测佛斯特曼和 KKR 可能会给到 3：1。结果，KKR 给到了 5：1！这可能是一个起决定性作用的决策。它甚至可能使基德(在收购过程中早就)有了倾向性。[1]

对金霸王来说，任务只是找到扩张其业务的最好途径。在最初，并没有想到出售任何资产。通过重组某些经营不善的业务，特别是甩掉一些小工厂，合并生产设施，就能实现经营效率，在欧洲市场上尤为如此。在其他方面，KKR 鼓励金霸王沿着其销售的上升轨道前进，继续国际扩张，通过大规模的营销和广告推销产品，投资于研究和开发，这是制造寿命更长的环保电池所必需的。换句话说，就像克拉维斯所说的，KKR 只是“解放”了金霸王的管理阶层，让他们根据基德和他的班子在一份颇具进取性的 5 年计划中的规划扩张其业务。这份计划要求，每年的销售增长率超过 15%。

这种增长水平主要通过在美国从埃弗瑞德公司手中抢夺市场份额和通过在国际市场上积极扩张实现。对于发誓要贯彻这一战略——金霸王的管理阶层称之为“除妖计划”(金霸王的首席财务官沃德·刘易斯说：“我

---

〔1〕 与佩林和刘易斯的谈话，1995 年 8 月 21 日。佩林对 KKR 中标后克拉维斯寻求金霸王的支持印象深刻。他回忆说：“亨利请我们吃早餐。他非常直率，‘我们赢了，我们真诚希望你们仍留在董事会里。如果你们不愿意，也无妨。我知道你们没有支持我，但让我们携手前进吧。’我想，当时他并不知道我们中的一些人没有支持佛斯特曼。他并不在意。他很直率，也很公道。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们将把克拉夫特从我们的系统中清除出去")——的人来说，这种主动出击的战略似乎十分可行。刘易斯说："我们认为，从我们如何经营企业的角度看，这不是一个大变化。我们只是受到较少的约束。"通过收购的税收结构，这些约束被进一步放松，释放了大量资金支持企业迅速扩张。[1]

然而，现金流依然是个问题，因为公司在内部控制制度上缺乏经验。作为克拉夫特的一个事业部，金霸王没有法律、财务或税收部门，没有审计，没有高明的财务控制机制。金霸王新的董事会投入了大量时间和精力，帮助管理阶层胜任这方面的工作。刘易斯说：

> 凯文·布斯凯特和KKR的会计专家汤姆·哈德森从头开始帮助我们——招聘人员、设立职能部门、就我们的财务体制为我们提供反馈和建议。我们召开了一连串会议，有时每月一次，在开始时更多，目的只是确保工作有条不紊地开展。哈德森每天都与基德交谈，敦促我们开展工作，成为一家健全的公司。[2]

金霸王的管理阶层也学会了如何重视现金流和资产的有效率的利用，把在任何业务中使用的资本的机会成本都纳入考虑的范围。他们学会根据"经济增值"指标[3]预测其投资的绩效，以按照资本市场上反映价值的方式评估项目和绩效。这些指标使管理阶层的思维与投资者的思维相一致。

金霸王的收购董事会机制使所有者和经理能以学院式的方式讨论问题和协调彼此间的分歧。经理们急于投资以扩张企业，KKR则急于创造现金流以偿付债务。但是，人人都知道这两个方面都是为股东创造财富所必需的。经理们最初还担心KKR会枪毙他们的新投资计划，但事实证明这种担心是多余的。刘易斯说："只要我们作出成绩，只要他们看到我们沿

---

〔1〕 在进行收购时，KKR使用了它常用的会计和税收技术。在美国，这使金霸王能够计提更高的折旧和摊提。在价值评估中，这种加速方法也用于国外其他一些地方。只要可能，为进一步提高资金储备，在高税收国家，就直接发行债券。

〔2〕 与基德的谈话，1996年7月24日。

〔3〕 经济增值(Economic Value Added，简称EVA)，是90年代考核经理和确定奖金的流行技术。EVA概念由斯特恩—斯图尔特咨询公司提出并使之流行。EVA的目的是通过考核经理使用他们所控制的资本的效率水平，使经理的利益与所有者利益相一致。EVA在许多方面类似传统管理会计中的"剩余收入"指标。它衡量的不是利润，而是资产在多大程度上被有效率地使用。因此，EVA等于净收入减去资本成本，这样就迫使经理关心他们用以生产净收入的资本的实际价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



着学习曲线进步，KKR 就有足够的耐心和忍耐力等待我们。”KKR 把基德的资本投资权限从收购前的 25 万美元提高至 500 万美元的水平，同时把管理下级经理的报酬的权利完全交给他。基德在一个被克拉夫特认为碌碌无为的企业中开发新技术的愿望得到了 KKR 的批准。“在我与他们共事的七八年里，克拉维斯或罗伯茨或董事会中的任何成员都不曾说，‘我们如何削减研究开发支出?’事实上，他们问的正好相反，‘要确保在长期里我们技术领先，我们是否应该增加研究开发投资。’”同样，作为所有者，金霸王的经理们也感觉到自己的野心受到约束，自己也对自己的野心正确地加以限制。“我们是否突然疯狂地投资?”基德夸张地问道，“没有，我们是否突然疯狂地增加报酬? 没有。说到底，我们也拥有这家公司。”[1]

金霸王的营运现金流在 1989～1995 年间，以每年 17%的复利增长(见图 3—4)。通过生产效率的提高——这主要是新资本投资和收购后迅速到位的严格的成本控制体系的结果——毛利润率得以提高。同时，金霸王管理阶层着力于企业的基本方面——改造、标准化和合理化在世界各地的生产设施。它的成功很大一部分来自国际业务，在收购后，其国际扩张步伐加快。金霸王迅速成为新欧洲(除前苏联地区以外)的主要品牌，在这一地区，它的碱性电池占据了半壁江山。公司扩大了它在拉丁美洲和南美洲、非洲、中东和环太平洋地区的销售。金霸王与德国和日本厂商结成制造联盟；在印度和中国建立了合资企业，金霸王是大股东，这些巨大的并增长迅速的市场支持了国内制造设施。

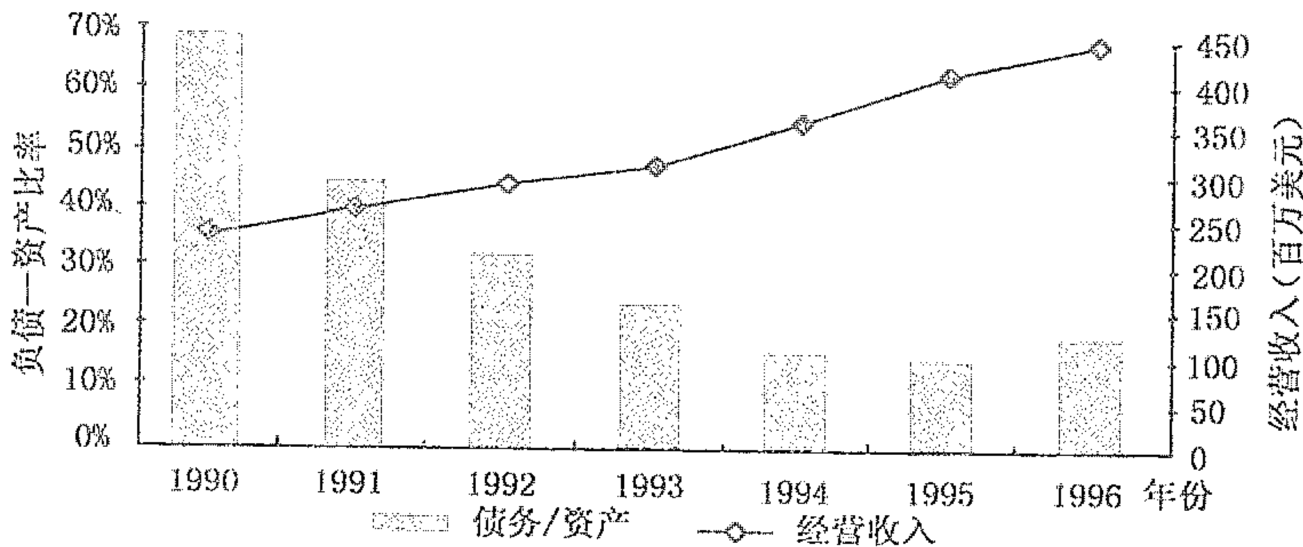


图 3—4 金霸王公司的绩效(1990～1996 年)

随着金霸王的壮大和竞争力的不断增强，它向这个沉睡行业注入了新

[1] 与佩林和刘易斯的谈话，1995 年 8 月 21 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生机。研究开发支出的增长以目不暇接的方式加快了系列新产品的开发。公司一段时期里挣扎开发出来的不含水银的碱性电池被推向了市场。在新的起点上，公司开发了可充电的镍氢电池，在手提电脑和其他便携式消费品中找到了市场。金霸王与英特尔公司合作开发了一种“智能电池”，大大延长了无外接电源手提电脑的工作时间；它还开发了一种更复杂的高能镍离子电池。营销上的投资同样增加。一系列高附加值消费品的开发提高了金霸王的品牌形象，增加了国内市场份额。通过提高销售渠道的数量和质量，到 1996 年，它的产品进入了全球500 000家零售店中。

同时，KKR 及时安排了一系列的融资和募股。1991 年 5 月，在收购后不到 3 年的时间里，KKR 认为进行首次公开募股的时机已经成熟，于是绥夫维发行了3 450万股普通股。每股 15 美元的募股价格给公司带来了 4.88 亿美元的收入，公司用这笔钱偿还了3.47亿美元的债务。这笔募股收入让基德惊喜不已。他回忆道：“如果你在事前四个月问我公司是否会进行首次公开募股，我会说‘不’。但是，金霸王在一切方面都领先于它们的五年计划。”保罗·雷瑟尔说：“因此，我们能够比原来的预测更早地把公司部分上市。”[1]5 个月后，在 12 月份，金霸王以每股 28.75 美元的价格又募集了1 200万股。同时，有限合伙人开始部分实现公司不断上升的价值，出售收入在股东和债权人之间瓜分。随着股价继续上涨，接下来的募股使 KKR 基金投资者能够更多地出售自己所持有的股份；1995 年 3 月的募股达到了每股 42.625 美元的价格。



随着股票价格上扬，KKR 逐步出售股份，而金霸王的经理们都在增加个人持股，并扩大雇员持股范围。1992 年，基德在整个公司推行了股票期权计划。到 1995 年，高级经理和中上层经理持有大约 8%的公司股份，另外 300 位中层经理的部分报酬采取虚拟股票方案，这些措施把他们的奖金与公司股票回报紧密联系在一起。

KKR 保留着对公司董事会的多数控制权。它与金霸王管理阶层间的会谈，包括谨慎的所有者和自信的所有者、经理之间的一些典型的鸡毛蒜皮的事情。金霸王的管理阶层决定建立一个新的总部设施时，KKR 很是嘟囔了一阵子；1994 年，基德想在公开市场上回购股票，从而提高债务股

〔1〕 与佩林和刘易斯的谈话，1995 年 8 月 21 日；与保罗·雷瑟尔的谈话，1995 年 8 月 16 日；与基德的谈话，1996 年 7 月 24 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权比，董事会又与他进行了辩论。对此，金霸王的经理们认为，即使杠杆程度高，他们仍能稳稳当当地开展经营。"我们有足够多的资金，根据任何标准判断，我们的资产负债表都是保守的和有吸引力的。作为管理班子，我们认为，应该回购股票。"但是，雷瑟问道："在市盈率为22～25时，为什么要回购股票呢？"按照历史标准，这一市盈率水平已经十分高。基德回忆道："罗伯茨问了同样的问题。他说，'树不会长上天'。"[1]

> 我们与董事会就此进行了友好的、非常专业的讨论。罗伯茨听了我们的想法后，说道："好吧。我们并不同意，现在让我们在这一基础上达成一致。你们做你们认为正确的事吧。"我们没有做。在我们没有取得一致时，我们不想贸然行动。值得称道的是，他们并没有拎着锤子进来敲打我们的头，说"这就是做事情的方式"。那不是他们经营企业的方式。[2]

1994年12月和1995年1月，董事会批准了一定数量的股票回购。

1994年底，基德决定退休。他50岁了，十分富有，知道他的副手们正"等待着施展才华"。以收购后的5年半时间里，金霸王的股票价值超过每股45美元（原始投资为每股5美元），每股累积股利为1.68美元。靠自己的股票，基德决定第二次创业——他希望是在酿酒业里——并希望参与KKR的其他投资。基德走后，佩林接任首席执行官，继续加大公司的人力资源投资，并进一步推动管理阶层持股。到1996年中期，通过参与一起收购行动，经理们和KKR的基金投资者都赚到了大钱。KKR把持有的金霸王的剩余股票出售给了吉列公司。这样，在大约8年半的时间里，以复利计算，它的原始股权投资的年度回报率达到了39%。3.5亿美元的原始投资共产生了42.2亿美元的回报。[3]

对两种相反情况的思考

偶尔进行收购可能会成功，原因是购买价有利可图或者偶然的市场大

[1] 与基德的谈话，1996年7月24日。
[2] 同上。
[3] 这一数字中包括1997年12月31日KKR以吉列(Gillette)的股票形式持有的未实现资金28亿美元(KKR文件)。

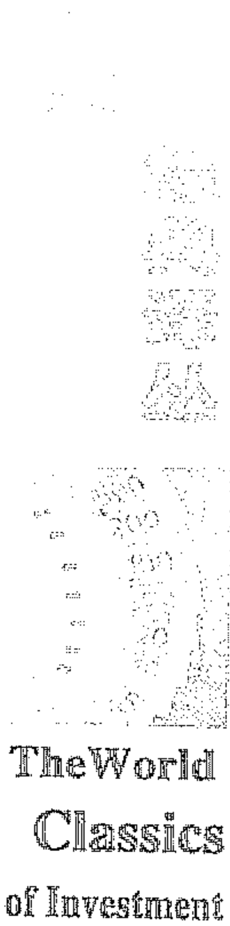
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

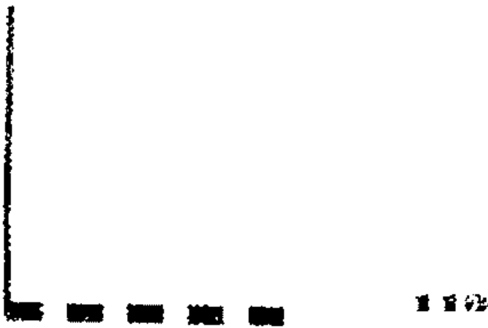
势使它的资产价值更高。但是，要使大部分收购活动成功，就需要忘我地努力工作，而不是靠走好运。被收购企业的经理们必须控制成本，奉行股东利益至上的原则。但是，成功的关键是创造长期价值，而不是短期获利。如何做到这一点，随各个企业的情况而不同。

KKR 在绥夫维公司中的经历表明，在一个麻烦不断的企业中，成功的长期财富创造会是一场无休止的斗争，只能波浪式地前进。在收购前，绥夫维的问题是资源配置失当、成本控制不严格。公司在通过大幅度削减规模、处理资产和雇员前，不可能取得进步。出售资产、削减管理成本和解雇，不仅是挽救企业而且也是使剩余资产更具生产性的必要准备。直到新的管理阶层认为应该再次缩减企业规模，公司才开始增长。最终，绥夫维的管理阶层向我们展示了一个病入膏肓的公司如何恢复健康，并通过抛弃一度被普遍接受的关于公司稳定性和增长的信条而创造了巨大的经济价值。

与绥夫维相反，收购金霸王并没有想到解决问题，而是为了实现严重管理不善的资产的潜力。经理们一旦摆脱了行政束缚—— 一旦他们有权投资于心中的好产品，对业务的管理没有来自上头的瞎指挥——金霸王就迅速成长壮大起来，利润滚滚而来。

收购约束对金霸王的长期影响——它现在又成为一家母公司的子公司——依然是一个悬而未决的问题。佩林和高级管理班子中的大部分人带着在股权上赚得的增值离开了公司。这样的一种转变，对经历过数次收购活动的公司的最终命运提出了一些重要问题。收购治理体系的优势如何维持至公司的未来？在杠杆压力和严格的董事会监督下实现的经营约束只是暂时的吗？或者，它们仍能影响公司绩效吗？在所有权变化时，金霸王学到的知识——关于管理阶层股权激励、产品研究与开发上的投资以及进取性的营销——能够传递至未来吗？在很大程度上，这些问题取决于公司价值、管理阶层激励和结束了收购循环并最终得到了公司的人的监督约束。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章　当风险成真时：困境中收购公司的管理

生活……稍显数字化的规则；其精确性是显性的，而不精确性则是隐藏的，其杂乱无序则总在酝酿中。

——G. K. 切斯特顿(G. K. Chesterdon)

从表面上看，加拿大金融家罗伯特·凯姆休对联邦百货公司的恶意收购正如《财富》杂志所描述的那样，是“80 年代最不理性的商业行为之一”。[1] 当凯姆休刚开始关注联邦百货公司的时候，它是个机构庞大、臃肿不堪的零售业巨人，一家被吹出来的公司，且大量资源闲置，急需提高效率。而凯姆休筹资 76.7 亿美元巨资接管联邦，几乎是其市值的 2 倍，杠杆作用高达 97%。但几个月后，公司就陷入困境，现金流量已无法抵偿其巨额债务负担。1990 年，公司正式申请破产。估价过高、结构严重不合理，联邦百货收购案成为过热的市场条件下，企业资产杠杆效应失灵的典型。事实也许确实如此。但是，在凯姆休的失败背后，已经酝酿着一个更具亮点的故事。

当联邦百货在挣扎着想要扭转其资不抵债的财务状况时，财务经济学

[1] Carol Loomis, *Fortune*, 1990; “The Best and Worst Deals of the 1980s”, *Business Week*, January 15, 1990, p. 52.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家斯蒂文·卡普兰正从他在芝家哥大学的办公室里，对其进行跟踪财务分析。通过大量数据分析，卡普兰捕捉到很值得注意的一件事：联邦百货破产时的各项财务指标反而要比收购前好得多。到1990年为止，用于资本拍卖、清理决算以及管理改革的费用已经大大降低。当公司通过《11号保护法案》进行资产重组、重新上市后，1992年2月，卡普兰对其进行了实地考察。保守地估计，联邦百货的潜在市值已上升了16亿美元![1] 然而，即使是这样，联邦百货收购案无论从哪种角度看都不能算是一个成功的案例。如果当时估价合理，公司就不会遭受如此严重的分割和裁员。在通常情况下，企业一旦破产，股东损失的是钱，经理们丢的是工作。[2] 然而，在这则案例中，企业的巨大灾难对于社会来说却未必不是一件好事。

换句话说，财务危机，甚至破产，并不一定意味着高度杠杆的投资活动没能创造出新的价值——两者似乎并没有必然的联系。在一次更近的调查研究中，卡普兰和格雷戈·安德雷德分析了29家通过杠杆融资，但正陷入财务危机的公司，得出了一个非常简单的结论：高度的杠杆作用才是根本原因，而不是因为公司或者行业的业绩差。事实上，所有经过调查的公司虽然身陷财务危机，但都有“持续稳定的营业收入”。[3] 与凯姆休的联邦百货不同的是，这些公司中的大多数最后都平安地渡过了危机（很多公司甚至还向股东派发了丰厚的股利）。这些调查结果初看起来可能让人觉得不可思议，但如果我们再认真地思考一下在杠杆融资的企业中财务危机的真正含义、其发生的条件和时间，这些结论就不那么令人难以接受了。

一旦企业面临无法负担其流动现金债务的风险，财务危机便出现了[4]。财务危机往往在一个“连续区间”内发生。这个“连续区间”有两个

---

〔1〕 Steven Kaplan, “Campeau’s Acquisition of Federated: Value Created or Value Destroyed?” *Journal of Financial Economics*, 25 (1989), pp. 119～212; “Campeau’s Acquisition of Federated: Post-bankruptcy Results”, *Fortune*, p. 35 (1994). 更开放的估计近30亿美元。

〔2〕 卡普兰发现，用纯金融的术语来说，费用和重组开支方面的花费很低。*Journal of Financial Economics*, pp. 128～129。

〔3〕 “How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, *working paper*, November 3, 1996. 作者还发现，在他们的例子中，高度杠杆交易和不景气会使得价值“略高”。

〔4〕 Karen Wruck, “Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, 27 (1990), pp. 419～444. 和我们一样，鲁克小心翼翼地避免将“不景气”与股份基础上的破产混为一谈，即一家公司的纯值为负值。“金融不景气中的公司在流动的基础上就是无法偿还债务的……不能履行现有职责。”这个定义很重要，便于我们理解（下文有更清楚的说明）在高度杠杆的条件下，管理不错、业绩不错的资产也会陷入不景气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



端点，一个是所谓的“技术违约”，指企业仅仅违反了其债务合同中的若干条款；另一个端点则是最终的资产清算，即将全部销售收入按债权人的优先权比率进行分配。在这两个端点之间的“连续区间”中，企业可能因拖欠本金或利息偿付，甚至申请破产（指依法受监督进行资产重组，并延期偿付所有流动负债，因而陷入财务危机）。这些概念上的区别十分重要，因为财务危机常常同破产或清算（这两者经常被人们混淆）等极端的例子有着密切的联系。

在包含杠杆作用的收购案中，发生危机的可能性要大得多，或许是因为在企业衰败过程中它使危机更早出现的缘故。只要有最基本的逻辑概念就可以明白，资产－负债比（＝负债/资产）高达 80%的公司，比资产－负债比只有 20%的公司更可能拖欠债务支付。从这种意义上说，在高度杠杆作用情况下，危机可能就意味着机遇。由于发生拖欠行为的可能性大，必然会在潜在问题形成过程中更迅速地导致纠正性行为。换句话说，收购行为中的杠杆作用实际上包含着一种预警机制。[1]

较传统的美国企业往往缺少预警系统。试想一下，如果在 60 年代末和 70 年代初，当时的美国钢铁汽车企业不得不公开我们现在所知的严重的管理和技术缺陷，会发生什么情况？那些行业中的公司——以分散的股东、无能的董事会和低负债额为特征——没有任何能发现严重缺陷并作出反应的信号机制，直到情况变得实在太明显以至于所有的问题无法再置之不理。相反，当危机发生在收购情况下，经营中潜在的问题很快就能暴露出来，警示投资人，动员董事，并刺激所有者经理人采取行动。假设一笔高度杠杆化的交易中不存在估价过高和组织不利的情况（一个非常重要的假设），那么，相对而言，公司发生拖欠行为的可能性会很大，而公司破产的可能性却很低。因此，含杠杆作用的收购行为赔本可能性的大小，在某种程度上取决于其杠杆作用本身——这是此类商业现象中的又一个矛盾体。

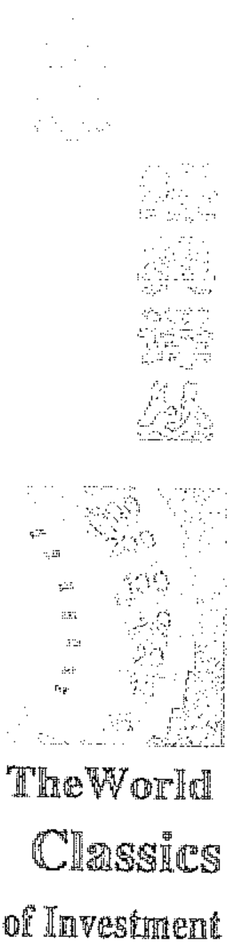
通过上述分析，我们便可以得出这样一个结论，那就是联邦百货仅仅是以一种极端的方式表明，经营性收购中的杠杆作用是一柄“双刃剑”。以高负债比的方式融资，使收购案中的投资者和管理者能以小额股份投资买入相当昂贵的资产，因此说这种收购方式事出必然。收购行为的基本经济

〔1〕 Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*. 我们并非是说——詹森也不是这个意思——所有公司有了高度杠杆都会好起来。关键是，大的公司通常缺乏相应的预警机制来促使股东或他们的代表早早采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的是通过管理者的长期利益的驱动而以一种所有者的身份和心态进行经营管理，从而达到价值增值，而负债经营恰恰是能否达到这一目的的关键所在。负债所固有的风险则最终导致了整个管理层的行动；在本企业所占有的股份会对管理者产生强烈的刺激作用，他们会因此而采取大胆果断的策略，改善短期内的现金流量，并在长期追求利润最大化。然而，即使这种刺激产生了一定的效果，收购有时仍会失败。准确地说，是因为杠杆作用也同时增大了财务危机的风险。

因此，这一现象使得收购专家们必须对由杠杆作用引起的一系列风险进行非常仔细的权衡，从收购执行者候选人的选择到可能影响现金流量预算的潜在的偶然因素，事无巨细，都必须通盘考虑。总之，要将不确定因素减少到最小。虽然要完全预知未来是不可能的，但如果一个企业被一个无论从企业文化、经营理念等方面看都截然不同的公司收购，那么由于收购中的杠杆作用而增大了的发生危机的可能性，从收购那天开始便进一步恶化了。所以，收购专家们往往避免那些需要巨额资本投入的公司，以及资产组合过于单一、由于市场高度周期化而导致不稳定现金流量的公司；或者有过多的法律或政治事务方面债务的公司。举债利息过高、管理层选择不当，或者因为资产负债表结构上的缺陷而导致的债务现金流出过低都会导致财务危机的出现。这种决定通常都由交易人控制。如果决策不当，那么一旦问题显现，就很难扭转。收购结束后，如何避免和解决财务危机，无论公司状况好转还是恶化，都将由管理层的经营能力、董事会的警醒程度，以及被收购公司能在多大程度上同投资人维持融洽关系所决定。



有人也许会认为，从设计上看，KKR 的每次收购都岌岌可危地挨着危机的边缘操作。但 KKR 的合作人一定会持反对意见。根据他们的判断，他们所实行的每一起收购都可以算是保守的。他们通过衡量自己在高度杠杆作用条件下进行管理的能力，对所有有意收购的目标进行仔细的筛选。对于收购，他们要比坎姆休(以及其他人)谨慎老练得多。他们以谨慎的现金流量预期为基础，设计财务结构，并尽可能地使这些结构灵活易操作。他们在每次投资中寻找“安全空间”，并提前考虑其他可行的盈利手段，以防万一。

在大多数情况下，管理者能够很快地还清债务，领导他们的公司经历各种令人惊奇的情况、危机，或者在其他情况下可能导致现金下降的一般性事务的例行困难。无论出现什么困难，KKR 都会适时地进行干预。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而，毕竟 KKR 的收购还是要服从概率比，其中难免还是有几家陷入了危机。整个行业的数据显得过于笼统，不够准确，但卡普兰和斯得恩通过分析 124 家 80 年代最大的依靠杠杆作用进行收购的公司，发现 1985 年以前收购的公司在杠杆作用导致的债务上的拖欠率仅为 2%，1985～1989 年则为 27%。在这些后来的拖欠中，约 1/3 多一点的公司最后正式破产。[1] 相比较而言，在从 1976～1990 年以后这段稍长的时期内，KKR 在很多投资中都遭遇过危机，但绝大多数都是可以补救的。在那段时期里，KKR 的 37%杠杆作用的收购中仅有三家出现了拖欠债务行为（可能是技术性拖欠或是的确没有支付）。这三个公司分别是：伊顿·里昂纳德、西门家具公司和沃尔特工业公司，它们全部申请了破产。[2] KKR 的短处通常是与其最大的一笔投资 RJR 纳比斯科联系在一起的。实际上，RJR 纳比斯科没能为其股东提供满意的投资回报，但它却从未发生过拖欠行为。

我们已经分析了上述案例，这些案例中的公司都由于经营操作上的麻烦而求助于 KKR 董事局，对其管理或财务制度进行改革整顿。本章将对陷入严重财务危机的公司，以及像 RJR 纳比斯科那样险些步入危机的公司进行进一步细致的分析。危机发生时，KKR 是如何作出反应的？什么程度的危机仅仅对公司收入有影响？什么程度的危机是有可能避免的？KKR 采取了什么行动，使得危机造成的损失降低到最小，保护三大投资者的利益，尽可能地减少各方的利益冲突，并最终维护了企业的声誉？即使当财务窘况不在讨论之列时，KKR 是如何解除投资上的严重威胁的？

---

[1] Steven Kaplan and Jeremy Stein, The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics* (1993), pp. 313～357.

[2] 我们没有将 SCI-TV 拖欠债款一事考虑进来，有些有关破产方面的书面文字将这事归因于 KKR。例如，可参见：Gregor Andrade and Steven N. Kaplan, "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress?" SCI-TV 的问题是在 KKR 已经结束了其在一次无意的令人费解的交易中的控制之后出现的。1987 年 10 月，KKR 同意将它 1985 年购买斯道尔通讯公司时获取的一组电视台出售给小乔治·吉勒特(George Gillett, Jr.)。提出的全现金出售是 13 亿美元，其现金部分（约为 11 亿美元）代表着 13 倍多的现金流量。当融资在 1987 年的股票市场崩溃中失败时，KKR 和斯道尔通讯公司以股票和其他证券的形式收回了 2.23 亿美元，保留了 45%的资产利益来促成交易。SCI-TV 接下来表现疲软，就在不久前还对电视财产很是青睐的市场中迷失了方向。广告收益平平，电缆进入了电视更传统的市场。1989 年 9 月 30 日，公司未能完成它的银行贷款的一次强制性的本金支付，10 月又未能支付到期利息。在与债务持有者多次反复之后，KKR 在一次重组中将其所有权降至 15%。SCI-TV 于 1993 年 6 月申请破产。电视财产原来的出售额加上斯道尔 1988 年每股 3.1 美元的电缆财产，使得 KKR 的基金投资者们在他们原来的基础上实现了 51.8%的收益。参见第二章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲突与声誉

KKR 要长时期地生存下来，这取决于其公司的声誉；然而，反过来说，公司声誉又不仅仅取决于其成功的商业活动，更取决于其如何处理棘手的交易。[1] 陷入危机的经营收购也指主要参与者之间在管理模式上的种种冲突。从收购活动结束起，其含杠杆作用的资本结构便将管理者、所有者和出资人联系在了一起，形成一个由收购执行公司负责、共同经济利益驱动的团体。财务危机必然会在这些赞助者之间造成矛盾。银行家会在其合同上权衡得失，债权人关心自己的债权，而债务人则千方百计地乞求合作人要耐心。KKR 的利益不仅在于为其债务寻找合理的理由，还要努力解决不同投资者之间，投资者和所有者之间的紧张关系。

人们却往往不能清醒地认识到这一最基本的现实。一直到 80 年代后期，人们仍普遍地认为，在高度杠杆作用条件下，债权人处在一个尤为不利的状况之中，因为持有公司股份的管理者根本不关心他们所承担的风险。詹森、麦克林，以及梅尔斯分别在 1976 年和 1977 年指出了一个含杠杆作用的资本结构所潜在的不利后果。即使管理者预见到失败的可能性很高，他们也会因高杠杆作用所造成的系统性股权刺激而进行风险极高的投资。他们认为上述情况完全可能发生，因为管理者们(扩展开来，董事们也属此类)如果从其所持股份上所得收入相对过少，那么他们完全可以将其持股身份转变为股权持有人。既然管理人总能期望获得成功，那么债务持有者只能成为承担绝大部分失败风险的角色了，因为他们的固定权利在资产上。

这是一个完全理性的假设；但它没能预计到在高度作用条件下，这些当时正如雨后春笋般发展起来的收购公司是如何解决管理中的机会主义

---

〔1〕 Charles J. Fombrun, *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image* (Boston: Harvard Business School Press, 1996), p. 13. 这篇文章评述了投资银行家们承受着"非凡的名誉风险，可能会直接威胁他们的生存。"我们将此论点扩展到有关金融服务部门——主要对付非诚实行为——名誉风险评价的大多数评测中；我们试图探讨一家公司的名声是怎样与满足或超越人们对其业绩的期待相连的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题的。[1] 在一个普遍对负债经营持谨慎保守态度的市场中，要同出资方建立高杠杆化交易关系是一个相当漫长且艰辛的过程。如果一次收购失败，那么信贷者便不太可能再次借款给同一个交易商。收购公司——在任何情况下都是指那些成功了的公司——都必须清楚，它们玩的是长期游戏；稍有不慎，公司的形象将毁于一旦，且无法修复。让我们来看看 KKR 第一次碰上收购失败的情况时，是如何作出反应的。

EFB 货运公司，是一家位于犹他州的地方运输企业，以1 270万美元被杠杆收购之后，EFB 货运公司在 1979 年通过兼并正式成立。EFB 货运公司专门运输重工业产品，这次兼并将其与 KKR 自贝尔斯登时期便一直拥有的伊格尔(Eagle)运输网络合并。合并后的 EFB 成为具有全国规模的大型企业，在 33 个州都有合法经营权，是全美最大的三家专业货运公司之一。从表面上来看，这次战略兼并应该是成功有效的，但事情并非想象的那么简单。由于兼并双方的高层执行官们都无意留任，KKR 不得不在一开始就任命新的管理人员，这同其以往的做法完全不同。而从外部的政治气候上看，对货运企业解除管理体制的法案迟早会获得通过。到时候，内部和外部的各种不利因素一旦结合，其后果将是致命的。

第一个财政年度，EFB 大幅削减开支及定期收购时所欠债务。公司收益从 1980 年的6 000万美元上升至 1981 年的 1.03 亿美元。但在 1982 年，销售额下降，公司宣布经营亏损。当时的经济衰退固然是一个无法回避的因素，但公司内部的问题已日趋尖锐。对整个运输行业不干涉、不监管，是对那些效率不高的、长期习惯于在一个稳定的市场环境中运作的公司的惩罚。由 1980 年的《货运法案》所导致的完全竞争，使一大批独立所有人所经营的货运公司陷入了近乎绝望的境地，整个运输业陷入了疯狂削价竞争的不断发展的恶性循环中。一面是高利率，以及不断上涨的油价和设备成本；另一面是要命的行业竞争，两面夹击之下，EFB 的经理们黔驴技穷，无计可施。他们不能有效地降低成本来抵偿不断缩减的利润，而且长期会计制度的缺陷和应收账款的拖欠更是火上加油。

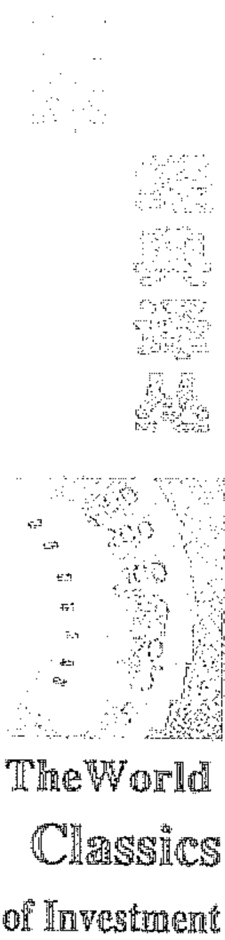
当 EFB 开始无法按时偿付债务支出时，KKR 所面临的是财务危机中的经典管理问题。当一个公司将要陷入财务危机时，没人能够确定这个危

[1] 詹森后来面对的经历改变了他在这个问题上的看法。"*The Eclipse of the Public Corporation*", pp. 61～74.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机是暂时的还是永久的。股东们往往偏向前者，而债权人则倾向后者。这些不同的看法在进行收购时，可以在某种程度上通过收购的资本结构进行更深入的融合。收购 EFB 货运公司共耗资1 270万美元。其中，净股本占9%，银行贷款占24%，十年期高级债券占39%，次级贷款占4%，优级贷款占24%。KKR 将大部分债务以“拆卸”的方式出售，从而使主要债券持有人手中不仅有高级、次级债券，还有普通股认股权证。这种“拆卸”或融资方式有助于缓和不同出资人之间潜在的利益冲突。在这起案例中，收购的结构使 EFB 有一定的时间对其成功的概率作一个清醒的评估。认识到这一点，KKR 的马克唐纳，在同罗伯茨合作制定收购财务结构后，开始摩拳擦掌，“尽我一切所能，拯救公司”。[1] EFB 一直撑到 1984 年，终于无法继续掩饰其穷途末路的窘境。虽然，它的许多竞争者纷纷半途落马，但 EFB 想要重振雄风为时已晚。虽然销售额和收入略有上扬，但 EFB 的年终收益亏损仍达 230 万美元；同时，负债仍占总资本的 40%。预见到投资者几乎不可能获得股利回报，KKR 原本可以让 EFB 申请破产，但最终还是决定关闭公司。1985 年，马克唐纳开始着手对 EFB 资本进行冗长繁重的清算工作。事后，当他回忆起当时所感到的紧迫感时，马克唐纳说："问题是我们如何脱身，并使我们的出借者尽量不受太大的损失。"[2]

马克唐纳处理不动产、卡车站点、配送中心，以及长期货运合同。他重新协商了未决定的各项条款。他追回了许多长期拖欠的应收账款；而这些应收款的主人可能还以为在当时的情况下，自己的应付款应该已作坏账处理了。他还在同来自盐湖城的律师及公司债权人周旋的同时，在洛杉矶的办公室里召开了单独的董事局会议。渐渐地，马克唐纳使公司的资产负债表大为改观——“资产归资产，负债归负债，一步一个脚印，总会有回报的”。4 年后，公司高级债券全部还清，而购买了“拆卸”式债券的保险公司则得到了比公司申请破产可能获得的次级债券还款更多的还款。[3]



那是一段痛苦的经历，马克唐纳回忆说，失败的收购案总比成功的案例要耗费更多的时间、精力，他仍深感悔恨与不平。现在没有更多的资本需要挽救了，而对于 KKR 来说，从其本来就不多的西海岸的主管中分出

---

[1] 1995 年 2 月 19 日与罗伯特·马克唐纳的面谈。主要债券持有者是西北国家人寿保险公司(Northwestern National Life)以及它的两家分支机构。

[2] 同上。

[3] 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一位来治理一个烂摊子，目的是满足一小部分债权人的利益，这似乎有些得不偿失。所以便引出了许多疑问：为什么要这么麻烦？为什么 KKR 不直接了当地放弃 EFB？为什么它不申请破产进行债权清偿？为什么 KKR 愿意让自己的一位合伙人花那么多时间和精力去拯救一个只占自身迅速膨胀的股本很小份额的公司？

答案非常简单。破产有时候是有用的，但仅仅在其他所有可能的方法都行不通的情况下才使用。想尽可行的方法使债权人免受破产损失也是 KKR 的利益所在。罗伯茨解释道，对债权人守信，是 KKR 能长期生存下来的关键。他说："我们不像通用汽车那样有永久性的资金来源。"债权人越是信任公司所有者，他们就越是可能为新一轮收购活动提供财力保证。当事态威胁到他们自身利益时，他们也会更加积极地合作。身为资本合伙人的共同股东和信用商，KKR 经营的首要目的是创造新价值。但最后，罗伯茨说："我们要对所有投资者负责——不论是债权人、基金合伙人，还是管理人员。那是他们的钱。我不喜欢赔自己的钱，但我更不喜欢赔别人的钱。我们必须认真对待所有这些合作关系。"[1]

伊顿·里昂纳德公司崩溃

当共同利益转变为相互冲突时，KKR 也不是总能立于不败之地的。例如，伊顿·里昂纳德公司是一家位于西海岸的小型机床公司，KKR 于 1980 年耗资 1 350 万美元将其收购。伊顿·里昂纳德公司自 1973 年开业以来一直到其被 KKR 收购，以前每年都保持 50%的收入增长率，是一家高速发展的年轻企业。其主要资产是一项设计巧妙的全自动电脑控制技术，用于大批量生产弯曲金属软管（例如，汽车消音器中所使用的弯管）。公司有着稳定且可持续的收入来源。其客户在地域上分布广泛，类型多样，不同客户占公司总收入均不超过 12%。公司所需要的只是更多的资金来投入生产，进一步扩大公司规模。当时，公司正在积极开发新产品，马可唐纳后来回忆说，伊顿·里昂纳德原本很可能成为风险基金考虑投资的

〔1〕 与乔治·罗伯茨的谈话，1994 年 4 月 19 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对象。[1]

伊顿·里昂纳德收购案恰逢高通胀时期，金融市场银根紧缩；而这种情况下，高度杠杆化的商业行为很难进行筹资。KKR 于是设计了一套新的策略，一旦该策略成功，将标志着公司一个里程碑式的新开始。在通常情况下，KKR 的做法是，通过杠杆化手段收购一个公司，还清债务和高级债券(通常以拍卖资产所得收入偿还)，然后在三五年之后将公司再度卖出。但伊顿·里昂纳德似乎更适合一种更大规模的战略，那就是将公司同其他一些制造企业合并，就像 50 年代，成功地由小型企业合并组建的达芙 & 卡利斯公司那样。用这种方法，由小企业所形成的集合体可以获得规模扩大所带来的好处——股票组合多样化、资本成本降低，以及更好的管理模式。而这又可以为将来更多的收购行为打下坚实的基础。[2] 虽然这听起来有点像传统的聚合战略，却预示了一种"杠杆化聚合"的新战略的诞生，KKR 在 80 年代后期建立 K-Ⅲ 集团时，首次充分实施了这一新战略。[3]

然而，事实表明，伊顿·里昂纳德无法适应这一新的商业形式。在短期里，KKR 担心的是公司现有的管理队伍无法单独胜任管理被收购后的公司这一任务。于是瑞·哈尔曼被任命为伊顿·里昂纳德的董事长，负责监管公司业务，而哈尔曼是 KKR 最近刚收购的萨金特实业集团前任首席执行官。他将监督公司的一切经济业务，并培养一名有能力管理规模更大、业务更复杂多样的管理者。

而伊顿·里昂纳德从一开始偿还债务便遇到了麻烦，其债务负担在偿还期限过后仍有增无减。监管不力、管理无能为力和会计制度混乱最终拖垮了公司。由于一系列财务报告均显示公司营业收入为正，而现金流量却为负，KKR 对此深感不解，最终发现伊顿·里昂纳德严重提高了存货额，并压低已售商品成本。为挽回局面，KKR 开始更直接地进行干涉。KKR 的主管们向伊顿·里昂纳德的资本结构注入 100 万美元资金，并任命吉恩·克雷顿为首席执行官(克雷顿后来成为达彼列尔和杰拉姆·科尔伯格的长期盟友)。克雷顿一到任便立即采取行动，以降低成本并解决会计上



[1] 与罗伯特·马克唐纳的谈话，1995 年 2 月 9 日。
[2] 同上。还有计划建立一家小的分支机构来进行维护方面的研发工作，同时进行电子管厂和激光技术方面的研究。
[3] 源自 1997 年 9 月 10 日与乔治·罗伯茨的一次谈话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的弊端。然而，在怨声载道的管理层和焦急催促的贷款人双重夹击下，克雷顿终于不堪重负，过了几个月便辞职不干了。KKR 只得又请了另一位专家，但仍是无功而返。KKR 于是想到了一个做法，就是伊顿·里昂纳德最大的贷款人——教师保险及养老金联盟(TIAA)一直主张的，将伊顿·里昂纳德同现金流量表状况极佳的罗特工具制造公司(Rotor Tool)——KKR 的另一个机械制造公司合并；但最后，KKR 否决了这一做法。因为 KKR 的股东不明白为什么要让一个业绩良好的公司负担这样一笔不良资产。[1]

TIAA 对伊顿·里昂纳德所持有的债权是经过"拆卸"组合的，包括高级和次级债券以及公司 30%的股份，这原本应该可以缓和 KKR 和 TIAA 之间的矛盾。然而，两者的关系却随着伊顿·里昂纳德问题的突出而进一步恶化。KKR 计划将这个亏损企业卖给其另一个所属的小型工业集团 USNR，但 TIAA 却将 KKR 此举视为一次让人无法接受的拙劣尝试。最终，TIAA 认为 KKR 不守信用而控告其在收购活动中失职并提出索赔。但 KKR 不服，提出抗议，双方矛盾陷入僵局。事情直到《11 号保护法案》出台才得以最终解决。当伊顿·里昂纳德于 1986 年 4 月正式申请破产后，该公司便成为马克唐纳又一个头疼的问题。他回忆说："在一次争吵得特别激烈的会议上，利益双方连续互相喊叫了好几个小时。"

当双方终于冷静下来后，公司才得以正式破产。伊顿·里昂纳德的债权人得到了大部分本金偿还，而它的股东却空手而归。马克唐纳回忆说，如果 KKR 从一开始就对它多加注意，伊顿·里昂纳德可能不会这么悲惨地收场。他说："当时，市场潜力很大，公司也有许多优势，但管理水平太差。公司所缺少的是日常领导、有效监管，以及好的财务指导。幸运的是，我们的这个教训只是以一个小型企业为代价。"[2]

KKR 从每一次失败的案例中吸取教训，尽力使自己不重蹈覆辙。然而，许多"问题"收购案往往会以其他形式卷土重来。1991 年，当杠杆化收购风潮刚刚平息，KKR 所属的另外三家公司却纷纷陷入了严重的财务危机——西门家具公司濒临破产边缘；沃尔特工业公司正被石棉诉讼案搞得焦头烂额；第三个，也是 KKR 投资最大的公司，RJR 纳比斯科则正绞尽脑

[1] 1986 年，早 5 年收购的罗特工具制造公司在原来每股 5 美元的投资基础上，以每股 40 多美元出售给另一家杠杆收购公司。
[2] 与罗伯特·马克唐纳的谈话，1995 年 9 月 2 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汁地想要避免一场近在咫尺的危机。

西门家具公司破产

从表面上看，西门是一家十分出色的公司。作为公司第二代合伙所有人的默顿·西门，于1979年构思了足以使他扬名零售世界的低成本广告宣传及市场营销理念。他几乎是单枪匹马、一手将一个松散无序的小企业发展成为一家高速增长的连锁经销商。

西门的商业理念其实十分简单。通过客户提供一组限定的标准化产品，不接受特殊订单，西门能够比其竞争对手以更低廉的价格、更快捷的配送服务赢得市场。其耗资巨大的促销活动所带来的巨额回报则有力地证明了公司将年收入10%投入广告的决策是十分英明的。现代化的控制系统使公司的年存货周转次数达到6次多，几乎是行业平均水平的2倍。根据一份KKR的财务分析报告显示，由于西门向客户收取的订金很高，并且直到客户付清货款之后才向自己的供货商付款，所以即使是在经济形势不乐观的时期，它也能不断加强自己维持良好经营现金流量的能力。[1] 1983～1987年间，公司销售额从7 210万美元增加到22 480万美元，而税净收入则从840万美元增长至3 160万美元。

默顿·西门一直希望在其长岛总部的基础上拓展零售业务。1985年首次公开发行了一笔普通股；在接下来的两年时间内，他那些主要位于纽约/新泽西大都会区的高销售业绩家具连锁店已发展到29家，并建立了两家批发交易中心。拥有1 200名员工的西门成为长岛发展最快的公司，并在1987年11月份的《福布斯》杂志上排名全美200家最优秀小型企业第二。虽然西门已公开上市交易，但仍维持家族控制；四位家族成员正打算清偿他们的资产。

1987年6月底，KKR的克利夫·罗宾斯开始同西门联系商讨杠杆化收购事宜。长岛的经济在当时已明显滑坡，而西门位于新泽西的一家批发中心的罢工又无疑是雪上加霜。然而，这些看上去只是短期的问题。经过一段时间的犹豫，KKR同意收购西门，但前提是，默顿·西门继续掌管公

〔1〕 Seaman, Inc. , Confidential Financing Memorandum, KKR files.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司业务。55 岁的西门正当壮年，而且似乎也非常乐意留任。

就像大部分家族企业一样，西门家具的高级管理层势单力薄。它的成功完全取决于某一个人的决断力、管理技巧和领导才能。默顿·西门不仅规划并执行了公司的广告营销策略，还负责培养一支对自己忠心耿耿的管理及销售队伍。默顿·西门 27 岁的儿子杰夫瑞从沃顿学院取得了 MBA 学位，并加入公司，有意继承父业。用雷瑟尔的话来说，这次收购目的是要让默顿·西门清偿整个家族在公司的份额，并让默顿·西门父子俩以投资的方式重新掌管公司。[1]

10 月 19 日，就在西门收购案行将结束之际，股市暴跌。公司市值缩水一半多。11 月 9 日，KKR 向西门正式提出以每股 26 美元收购公司 77%的股份，这个价钱显然比当时 14.25 美元的公司市价高出许多。家具行业分析人士认为这个出价过高，但 KKR 却有不同的想法，考虑到西门的特殊性和一大批参股的专业零售商，KKR 不愿放弃。

由于负债经营在 80 年代末期非常盛行，西门收购案的财务结构规划相当简单。在收购费用中，KKR 向银行贷款26 500万美元；发行了37 360万美元的垃圾债券；默顿·西门及 KKR 合作人认购了34 850万美元的公司普通股，占总资本结构的 12.5%。默顿·西门还在收购结束后，花费约 800 万美元认购了公司 17%的股息。他的投资规模无疑成了问题。800 万美元固然不是一笔小数目，但对于默顿·西门来说却未免少了点，同其及其家族由出售公司所得的丰厚报酬相比，更显得微不足道。[2] 对于大多数管理者来说，这样一笔投资无疑是天文数字，但对西门来说，却远远不够。

KKR 为西门制订的商业战略是继续扩大其连锁零售店规模，打入费城市场，再设一家新的批发仓库，并加大了广告促销投资力度。虽然商业战略很宏大，但对于西门的发展前景，KKR 却一直持谨慎态度。默顿·西门并不指望公司能够继续维持其 80 年代早期的发展速度，收购财务指标对公司今后 5 年的年销售增长率也只预计在 5%左右。雷瑟尔事后说，即

[1] 默顿的弟弟卡尔，以及他的侄儿乔丹，未被邀请参与对公司收购后的投资。出于对家庭的尊重，默顿将继续给他的弟弟一个头衔和办公室，乔丹则离开去寻求新的机会。与保罗·雷瑟尔的交谈，1994 年 9 月 23 日；以及与亨利·克拉维斯的谈话，1994 年 7 月 23 日。

[2] 默顿·西门个人在收购时持有西门大约 11%的股份，整个家庭持有超过 40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使是在最糟糕的情况下，也就是年利润增长为零的情况下，债务支付也应该是可以维持的。西门有计划的现金流量应该可以维持这个保守预期、保守规划的收购案，至少 KKR 是这么认为的。[1]

那么，为什么这样一个富有吸引力(而且十分简单)的收购案会在临近尾声的时候出了岔子呢？显然，当西门的发展战略遇上了突如其来的困难时期时，收购便在匆忙中出错了。也许可以算是事后诸葛亮吧，克拉维斯回忆说："我们的确是失策了。我们的价钱出得太高了。"[2]这无疑是一个再简单不过，同时也是千真万确的结论。但由于理想与现实之间巨大的差别，判别整个事件仍需要更具体细致的解释。1987 年的股灾打击了整个零售业，以及纽约大都会区，尤其是长岛；接下来便是长期的经济萧条。房产租赁销售额大幅下降，而不断上调的税收及绍尔海姆核电站的关闭无疑更是给长岛经济火上浇油。绍尔海姆核电站的关闭不仅使能源价格上长，还使得长岛最大的雇主格拉曼航空公司大幅裁员。

西门的销售额曾在 1979～1987 年间达到 20%的年增长率；但是，被收购之后，居然连 KKR 的正常增长预期都达不到。1988 年 8 月，西门的债务利息拖欠已达到 310 万美元，债券评级机构决定，将其发行在外的垃圾债券信用级别调低。西门的审计人员警告说，公司可能会破产，行业观察人士也同样持悲观态度。



挽回公司的余地很小。想要继续降低成本只能裁减销售人员，并减少广告投入，而这恰恰是西门的生命线。由于选择余地太小，西门只能指望整个纽约区的经济状况有所好转。而 KKR 能做的则是对西门的资产负债表进行调整，当公司在 1989 年 10 月拖欠了一笔1 000万美元的债务的情况下，KKR 就是这样进行干预的。约17 500万美元需现金偿还的银行贷款利息减至12 500万美元，债权人被说服将大部分债权转成股权。银行和债券持有人共得到西门 47.5%的股份。KKR 的多级管理人急于挽救对西门的投资，最后甚至自掏腰包，投入 700 万美元，这无疑向其合资伙伴及金融界宣告了 KKR 将对西门目前的困境负责。"显然，这对我们任何一个

---

〔1〕 KKR 对西门销售增长的预测很大胆。1987 年的销售额为2.248亿美元，公司预期 1989 年将实现 338.8 亿美元的销售额，到 1993 年将达到 567.1 亿美元。EBIT 1986 年和 1987 年约占销售的 14%，到 1993 年预期将逐渐增长至 16.6%。参见：Summary of Historical and Projected Financial Statistics, Seaman Furniture Company, Inc., KKR files。

〔2〕 与克拉维斯的谈话，1994 年 7 月 23 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人来说都不是一次明智的投资，"雷瑟尔解释道，"但我们准备承担接下去所发生的业务支出的大部分。我们努力地想要解决这个麻烦，而且可以说，我们已经解决了大部分。"[1]西门家族以1美元的价格向KKR出售了价值700万美元的股权。这意味着KKR的股权最终增加了，而默顿·西门的股权减少了。

西门的现金储备由于再度筹资增加了4 000万美元，并免去了每年3 400万美元的利息支出。[2]但是，雷瑟尔仍未想出理想的解决方案。西门的财务结构已经没有进一步解决的调剂余地，而且越来越糟。纽约的经济没有一丝起色。随着销售额锐减，西门的现金流和利润额也相应减少。[3]供应商们担心公司可能连短期债务都支付不了，纷纷要求货到立即交款。雷瑟尔花了好几个星期实地调查连锁门部，并不厌其烦地同客户们交涉，但默顿·西门却很快对这场"持久战"失去了热情。具有商人本性的默顿·西门已经受够了财务上的纠纷和华尔街无休止的询问。一位行业观察家这样形容：西门可能遇到的最糟的事情是默顿·西门出车祸。[4]车祸的确发生了，而肇事者恰恰是默顿·西门。杰弗瑞一直怂恿父亲与自己合作重新创业。1990年，再没有什么财务羁绊的默顿·西门收拾起行囊，同儿子一起前往佛罗里达，创立了后来非常成功的RTG(Rooms-To-Go)家具公司。

KKR早就意识到默顿·西门无心恋战，于是花了好几个月的时间寻找可能的候选人，但实在是很少有人能替代默顿·西门。最后，KKR聘任了前任G. 福克斯公司总裁雷瑟尔。西门计划将连锁业务拓展到纽约大都会区以外，并在西门产品种类中增加了床上用品大类。雷瑟尔非常赞同这个主张，他说："要不是当时实在不走运，公司很有可能借此挽回败

---

[1] 雷瑟尔提供给投资者的报告；KKR档案。

[2] 西门财务报告；KKR档案；与雷瑟尔的谈话，1994年9月23日。重组之后，银行变成西门最大的股东，拥有47.5%的股票。KKR现在持有44.5%，下属的债务持有者持有8%。估计公司的出借者将可能得到美元计算的50%～60%，而公司的垃圾债券持有者将得到不足17%。

[3] 西门1989年报的销售额为2.712亿美元。1990年虽然增加了7家店，销售额却下降至2.59亿美元；1991年下跌至2.56亿美元。EBIT那些年从1989年的2 300万美元跌至1990年的1 080万美元，以及1991年的210万美元。参见西门财务报告；KKR档案。

[4] 关于西门的新闻剪报，KKR档案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局。"[1]而接踵而至的经济滑坡终使 KKR 挽救西门的希望完全破灭了。

1990 年 3 月，西门商誉经过折旧共计约 2 亿美元，代表公司商标的价值。销售额则依然毫无回升迹象。1991 年以来，公司的供应商再也无法忍受无休止的拖欠，而公司再也无力继续维持大规模经营的贸易信用度。再过一年不到，西门的一项主要债务的本金偿还日就要到了，虽然公司已同贷款方协商同意适当降低本利偿付金额，但贷款方无意给公司再度放款。通过对 1992 年的经济和工商业前景预测，西门已经不指望其市场销售状况会有任何实质性的改善。1991 年终，西门正式申请《11 号保护法案》进行资产重组。[2]

西门能够幸存下来，但在它通过破产重新开业之前，不得不关闭其 38 家连锁店中的 15 家；而 KKR 则会损失其在公司所占有的大部分股份。[3]事后，KKR 的主要负责人开始思考这份惨痛的代价所包含的意义。他们总结说，西门问题源于许多不同因素的综合，虽然没有一个因素起决定作用，但合在一起却成为 KKR 这次投资的致命伤。首先，西门是 KKR 为数不多的错误选择之一。KKR 举债收购了一家过分依赖某一地区经济状况好坏的周期性消费品企业。当今经济由于周期的作用不时陷入萧条的阴影，所以如果一家大型连锁企业进行跨区域的经营，即使管理不佳，也可以用经济形势好、销售佳的连锁店利润来弥补处于颓势的分店。同时，西门还缺少后备管理人才。更糟的是，唯一一个不可多得的天才首席执行官又没有从收购中获得财务上的激励。如果当时的经济形势好一点，这些缺陷可能还有挽回的余地，然而缺陷终究是缺陷。



吉米·沃尔特公司官司缠身

经济活动中时常会遇到法律上的官司诉讼等，这是做生意时在所难免

[1] 与雷瑟尔的谈话，1994 年 9 月 23 日。塞拉(Serra)的策略是通过发展西门来解决它的问题。西门 1991 年战略计划，KKR 档案。接下来一年的计划改变了战略，转而强调通过降低成本来提高效率。1991 年和 1992 年计划也在 KKR 档案里。

[2] 西门财务报告；KKR 档案。

[3] 西门家具公司从通用资本公司(GE Capital Corporation)获取了另外2 500万美元的 DIP 融资后，在破产保护下重组其理财的同时继续运行。参见：Andrade and Kaplan, "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress?" p. 37。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。然而某些时候，一场官司却往往可以造成致命的打击，尤其是当其涉及产品责任的情况下。就像是癌细胞一样，即使是一项远期的责任问题，也会慢慢侵蚀、扩散，最终摧毁其中枢系统。对于沃尔特工业品公司而言，"癌细胞"起源于公司同石棉制品之间富有渊源的，却是致命的联系。从法律上讲，这种联系即使不是无中生有，却也淡得很，而且总体来说也是可以弥补的。然而，它还是对公司造成了重创。

如果沃尔特工业品公司没有受石棉官司影响，其价值 33 亿美元的杠杆作用收购案可能会因创新的财务结构而更好地被人们记住。《学院投资人》将其列为 1988 年最重要的商业交易之一，而整个 1988 年又可以称得上是金融史上最引人注目的里程碑之一。[1] 然而，可惜的是，现在的沃尔特工业品[2]公司在华尔街眼里却成了 KKR 的一次败笔。这个故事说起来非常复杂，它的最后一个章节还有待发掘。在克拉维斯眼里，沃尔特工业品公司是"我们所做的最棒的交易之一"。当法律上的债务纠纷明显将损害公司向合伙人派发投资回报能力的时候，克拉维斯说："我们还是忘了投入沃尔特的那 1.43 亿美元吧。"然而，这个倒霉公司的合伙人还是尽了全力去挽救公司。[3]

当 KKR 在 1988 年收购沃尔特工业品公司时，它还是全美 100 家最大的工业企业之一。自从 1946 年创建以来，公司一直在其创办人吉姆·沃尔特相对保守的管理下稳步发展，渐渐成为一家多样化经营的建筑企业，业务涉及建筑、装潢、改建/修复、下水道等。当 KKR 开始考察沃尔特公司时，似乎正是好时机，公司正处于其低成本、外壳房的建设中，其高质量的抵押投资组合，到期收益为 17%。沃尔特下属住宅建设集团的抵押投资组合中，公司仍有相当大的一部分未公开价值隐藏于其中，被用来建造和资助外壳房。沃尔特所使用的过时了的直线式记账方法大大低估了其账面价值为 11 亿美元投资组合的实际价值。KKR 的合伙人塔卡尔茨用更可行的摊销法进行重新核算，在账面上又出现了 36 亿美元的盈余。

1987 年春，在同沃尔特的高级管理层进行收购谈判的过程中，KKR 开始意识到沃尔特同塞洛泰克斯公司—— 一家几十年来曾经营石棉生意

[1] "KKR's Dream Financing", *Institutional Investor*, January 1989, pp. 64～67. 收购包括"发行过的最大的提供抵押按揭负债"，下面有更详细的讨论。

[2] 收购中，新的母公司是"Hillsborough Holdings, Inc."；后来公司更名为沃尔特工业公司。为了保持一致，我们一直延用沃尔特工业公司。

[3] 源于与亨利·克拉维斯的交谈，1997 年 9 月 10 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

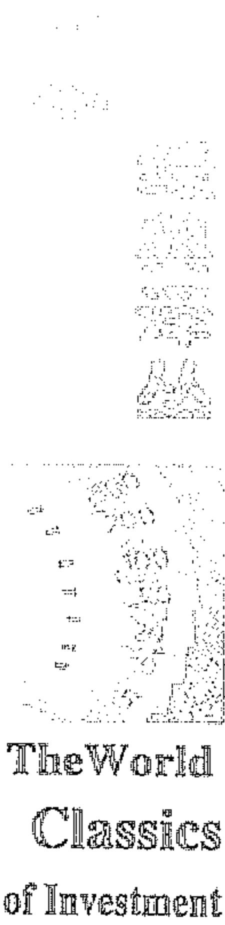
的装潢产品公司——之间悬而未决的石棉诉讼。虽然原告们要求的损害赔偿不是一笔小数目，但公司现有的保险金足以支付所有的索赔。因此，沃尔特似乎仍然具有相当大的灵活性，仍然值得收购，其下属各部门的销售人员有极大的潜力，其总额远远超过公司 24 亿美元的股票市值。最终，KKR 战胜了其他两家有力的竞争者，以 33 亿美元购进沃尔特，其中，KKR 的 1986 年基金共投入 1.43 亿美元。

这次收购的筹资方式是一次极具创意的尝试，从 1987 年 9 月起一直到 1988 年 8 月，整个过程明显地分为三个步骤。

第一步是 KKR 提出的较慷慨的购买条件，使 KKR 能用其现在为人们所熟知的“镜像筹资方式”接管公司资产（这也是 KKR 最后一次使用这种筹资技巧，因为后来税务机构禁止了这种技巧的应用）。当然，事情并不是一帆风顺的。KKR 的投标出价中包括一项短期过渡性银行贷款，但正常的再筹资过程被 10 月的股市暴跌扰乱了方寸。这次股灾使沃尔特的真正价值遭到了怀疑，也同时对收购的财务结构提出了质疑。债券市场上的压力同时抬高了浮动利率高级债券和垃圾债券的购买成本。后者从 13% 一直上升到 17%，债务担负的急剧加重直接威胁到沃尔特的预期盈利水平。KKR 将沃尔特第二轮筹资中 10% 的份额，用重估利息的浮动利率垃圾债券的形式发行上市，希望股市平静下来后，公司能得到一个较低的利率水平。在这种银根紧缩的情况下，KKR 不得不修改收购沃尔特的战略。公司将比原先预计的速度更快地将下属的部分部门出售，然后用这些出售所得收入去偿还那些成本越来越高的负债。

从原则上讲，重估工作是这样进行的：若投资人购买债券，债券面额为 100 美元，年利率为 12%，若干年后偿还本金。然而，投资人通常都打算将手中持有的债券在二级市场上卖出。于是，问题便是一旦债券开始交易，该如何定价。在有效期内，随着市场波动，债券的交易价格可能高于也可能低于其面值。为了保护债券持有人的利益，发行人也许会同意调整利息支付，使交易价格尽量接近面值。这样就使得大量债券交易风险从债券持有人转向发行人。然而，如果重估价定得太高，发行人的现金流量可能无法偿还本息，所以风险依然存在。

1988 年 4 月，KKR 完成了收购的第三个也是最后一个步骤——抵押融资。这也是 KKR 早期认为的沃尔特的抵押投资组合的真正价值。这使得 KKR 可以用收购活动中所使用的高利率短期金融工具来代替大部分



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长期负债。通过使用 KKR 为吉姆·沃尔特抵押投资组合度身定造的较高估价，KKR 可以给某公司新发行的债券附带金融安全保证委员会颁发的金融保证。塔卡尔茨解释说："这些附带抵押负债（CMOs）使我们能用 14.5 亿美元的 3A 级债券为从前只有 A 级的债券重新融资。"CMOs 的利益平均只有 9%多一点——实际上都是固定利率，而那时，吉姆·沃尔特其他债务的利率平均达 16.625%。接下来便有了一些其他的再融资来降低债务设施的曝光程度。[1]

到 1988 年 5 月，在吉姆·沃尔特的债务中，8 亿美元是银行贷款，4 亿美元是高级债务，还有 14.5 亿美元 CMOs 及其附带的 7 亿美元。同年晚些时候，KKR 有一个机会可以将成本大的高级债券换成银行贷款，但 KKR 决定将这个选择延期到一个更有利的时候执行；同时，它还同意让重估债券上浮 1/8 点。然而，沃尔特的债务支出仍然高得令人放不下心来，它不得不指望股市上的运气好一点，以便能对其资产负债表进行重组。

与此同时，出售计划也正处于进行之中。四家子公司已经在 1988 年售出，另有 4 家也将在 1989 年出售。KKR 希望通过此举能大幅削减沃尔特的债务负担，在此之后将有机会能以更有利的条件通过银行进行再融资。最后，沃尔特总共出售了 8 家分公司，将银行贷款从 8 亿美元减至 2.4 亿美元；同时，将高级债券的本金从 4 亿美元减至 1.8 亿美元。[2]

塞洛泰克斯正是 1988 年出售的子公司之一。加里·德鲁曼德——当年竞标购买沃尔特的竞争者之一——出资 1.25 亿美元买下了塞洛泰克斯。当 KKR 买入沃尔特工业品公司时，对塞洛泰克斯毫无兴趣，认为其没有内在价值，所以也没有使其背负多少债务。塞洛泰克斯的销售额虽然不是高得惊人，但也颇为喜人。双方都以为塞洛泰克斯凭其完善的保险制度，以及2 500万～4 000万美元的现金流，应该可以很容易地还清债务。KKR 怎么也不会想到，塞洛泰克斯的销售会回过头来给沃尔特迎头一击。

1989 年夏，一批原告律师对塞洛泰克斯提起诉讼。令人吃惊的是，沃尔特也一起成了被告。法律上讲，沃尔特对塞洛泰克斯不负任何责任，然而原告律师却仍然声称将作进一步深究。这起诉讼之所以如此具有威胁性，是由于其上诉的地点：得克萨斯的一个臭名昭著的偏袒原告方的审判

〔1〕 与迈克尔·塔卡尔茨的谈话，1995 年 8 月 17 日。
〔2〕 沃尔特工业公司财务报告；KKR 档案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地点。自从 RJR 纳比斯科的那起轰轰烈烈的收购案之后，KKR 树大招风，连累沃尔特也更容易受到攻击。"我们似乎成了一个硕大的靶子，"塔卡尔茨抱怨道。而那些石棉案受害者的律师们自然不会轻易放过这样一个赫赫有名的控告对象。原告们得理不饶人，塔卡尔茨说："他们居然想到控告整个 KKR。这简直就是恐吓！"[1]

然而，这也是一次强有力的打击。石棉诉讼恰到好处，好在股市转入熊市时被受理。1989 年秋，由于对米尔肯起诉，UAL 收购案的失败，以及政府对储蓄及贷款投资的紧缩政策，使原本收益丰厚的债券市场陷入一片混乱。这一系列突发事件使得沃尔特的财务结构摇摇欲坠。由于这些法律纠纷，公司无法继续出售资产来改善现金流量。同时，KKR 又没能说服债券持有人同意对沃尔特的债务结构进行重组，以便公司能免去突如其来的繁重的重估利息额的要求。走投无路之下，公司终于在 1989 年 11 月正式申请《11 号保护法案》破产。破产手续——KKR 所有公司中的第一例——在沃尔特总部执行；也是在这里，公司的辩护律师们艰难地抵挡着原告企图"揭穿"塞洛泰克斯及其前任母公司之间"伪装"的指控。然而，公司最终宣告破产却一直等到 1993 年。

虽然一再拖延，沃尔特的管理层却一直坚持将陷于破产中的公司经营下去，而且成绩也不错。1987～1991 年这 5 年中，有 4 年的业绩超过了原先的经营计划。首席执行官吉姆·沃尔特被官司搞得心力交瘁，KKR 只得找来前费尔普斯—道奇公司总裁 G. 罗伯特·达尔海姆来掌管公司业务，而他不负众望，成功地使公司渡过了 90 年代早期经济衰退的难关。KKR 的合伙人塔卡尔茨和派瑞·高尔金则为沃尔特的财务稳定奋战到了最后一刻。他们大幅度抵消了收购时的杠杆作用（见图 4－1），并成功地为抵押债务进行再融资，确保公司费劲得来的现金流量平衡不被破坏。由于公司资产流动性的改善，他们又加强了资本开支，以便继续发展公司核心业务。

石棉官司的威胁不断地降低市场对沃尔特债券的需求，却引起了一批新兴的、号称"兀鹰资本家"的专业投资人的兴趣。他们专门投资陷于危机的证券。1993 年，当德莱克塞的合伙人里昂·布莱克的阿波罗咨询公司买下破产了的加州人寿保险公司（德莱克塞的高回报证券的较可靠买家之

〔1〕 与迈克尔·塔卡尔茨的谈话，1997 年 8 月 17 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

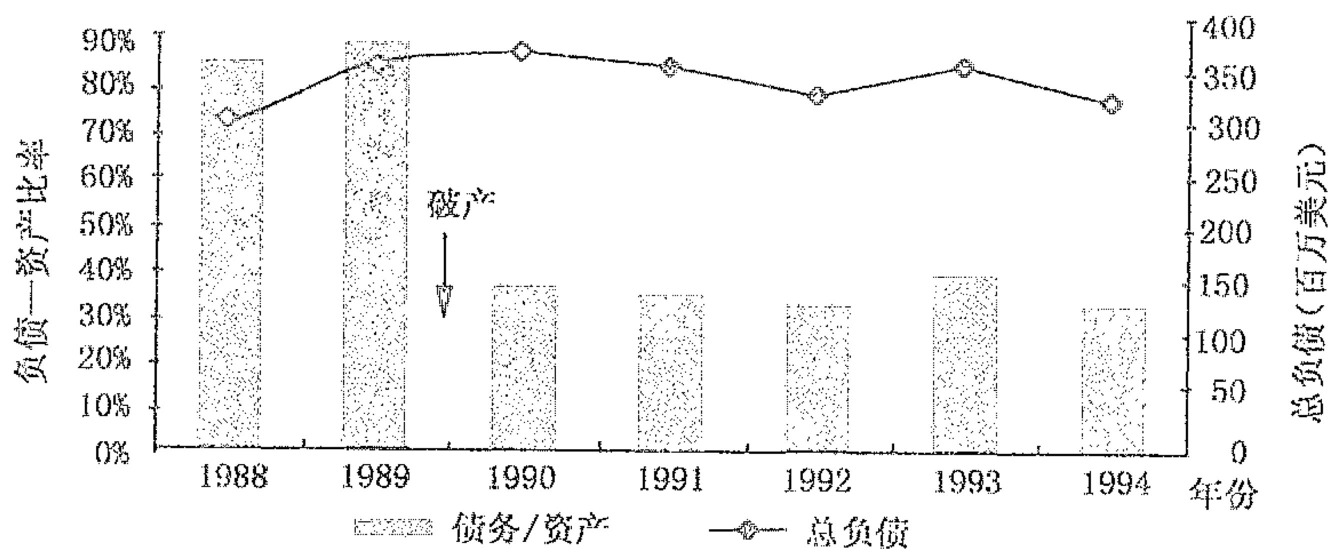




图 4—1 沃尔特工业公司业绩(1988～1994 年)

一)时，同时得到了那家公司持有的沃尔特公司的垃圾债券，1 美元回报15～20 美分。西尔曼—雷曼公司所购债券份额更大。而其他的“兀鹰”也纷纷前来“争食“，引发了一场连 KKR 都无法控制的利息纠纷。

“兀鹰”基金的兴起表明，次级债券对持有公款陷入危机的收购案的反应正在发生着变化。从前，出资人和所有人，以及不同的资历方之间根深蒂固的利益冲突始终是被收购公司最头痛的问题。对持有高级债券的银行，只要能够保证无论什么情况下，他们都能够获得本金赔偿，那么即使公司陷入危机，他们也可以稳如泰山。而处在另一个极端的股票持有人却只有当被收购的公司业绩恢复特别好的时候，才有利可图。所以，他们唯一的选择只有等待。在这两个极端中，便是各种不同的高级、次级债券持有人。早些时候，一旦危机发生，普遍采用的方法是“拆卸式”融资技巧，以缓和不同贷方之间的利益冲突，就像可转换证券一样，能够为投资人和所有人创造某种共同利益。

1984 年以后，垃圾债券融资方式的深入应用又给上述这些矛盾增添了又一项潜在的不安定因素。正是因为垃圾债券的优先级别低，所以它们的持有人才能得到特别多的收益。当优先资本清算时，他们自然得不到什么好处。于是，一旦危机出现，垃圾债券持有者如果得不到一笔像样的回报，便有权进行抗议，甚至是威胁，要求公司进行协商重组，就像破产诉讼中的利益双方那样。当米尔肯仍大权在握、能够年年控制深受市场偏爱的垃圾债券的分配时，他尚能稳住那些焦躁不安的债券持有人；但是，当德莱克塞在 1990 年大势已去之后，这种力挽狂澜的个人影响力也退出了历史舞台。

“兀鹰”基金接手沃尔特的债券，使公司放弃了一条似乎颇为有利的道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路。KKR一直认为,沃尔特有可能在石棉案中胜诉,而阿波罗公司和雷曼公司只会导致债券持有人的矛盾激化。如果不想破产,沃尔特就必须将其所有非次级债券以平价加利息的形式全部付清。然而,阿波罗公司和雷曼公司却只愿意给每1美元的债券付90美分,并申请资金解决沃尔特欠诉讼原告的钱;而原告似乎对这种解决办法非常欢迎。

然而,这种办法却使KKR在诉讼案中完全失去了发言权,并且严重违背了KKR合伙人的伦理道德观。高尔金说:"我们的原则,是让每一个人得到他应得到的一份。我们认为石棉案丝毫不会影响这个原则。"尤其让人坐立不安的是,里昂·布莱克卷进了这宗官司。布莱克曾在沃尔特第一次发行垃圾债券时作为公司代表,后来,他辞了职,并带走了有关公司财务、管理,以及KKR对公司的收购程序等一系列内部信息。KKR曾因此告他毁约;而同时,雷曼也是一个麻烦的人物。当他刚开始大量买入沃尔特的债券时,KKR曾同投资银行进行过协商,并确信银行方面会坚守阵地。可谁知,最后银行竟然倒戈,成了阿波罗公司的盟友,很快地出售了所有沃尔特的垃圾债券。如果沃尔特能很快解决石棉官司,并不受破产阴影困扰,事情也不会发展到这一步。[1]

KKR受债券持有人和官司的两面夹击,苦不堪言。即使沃尔特在1993年的破产案审理中胜诉,即使它在1994年美国地方法院的上诉被接受,即使其地位在第十一轮庭审中被肯定,原告律师也不太可能会就此善罢甘休。破产案法官亚历山大·帕斯科向克拉维斯解释说,沃尔特可能有获胜的希望,但原告们却不大可能会轻易放弃,并同意协商解决。听到这里,克拉维斯终于说:"大局已定,我们只能接受现实了。"[2]KKR非常配合,不仅完全同意现定的解决方案,还积极参与重组,使沃尔特从破产中重新站起来。

1994年11月,KKR同债券持有人一起拟订了一份双方都同意的破产重组方案。所有的债权人都将获得一笔丰厚的偿还金。数额之大连"兀鹰"们都深感满意。"金字塔"顶部的银行拿回了本金、利息、罚金和股份。没有安全保障的债券持有人得到了4 800万美元现金、3.652亿美元新的五年期高级债券和6.843亿美元新的普通股,占总股本的60%。石棉案的原

The World Classics of Investment

〔1〕 与派瑞·高尔金的谈话,1997年9月18日。
〔2〕 与克拉维斯的谈话,1997年9月10日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告共得到3.75亿美元(其中,现金为1 660万美元,新的高级债券为1.247亿美元,普通股为2.332亿美元),占总股本的18%。



KKR保证使所有的投资者都得到重组后新发行的普通股及股权。到1995年末,KKR拥有沃尔特20%的普通股,1993年又对公司增加投资5 800万美元。虽然KKR的投资回报不理想,但沃尔特工业品公司却比被收购前更强大,更有可操作性。[1] 虽然是一次痛苦的经历,吉姆·沃尔特作为总裁,与公司同沉浮、共患难,经历了那么多年的风风雨雨,现在,终于可以安享晚年了。

烟草巨头摇摇欲坠

任何经济市场都有泡沫,华尔街也不例外。80年代中期,历史上第四轮兼并及收购风潮极度膨胀,几乎失控。随着信贷的放松,越来越多的资本家投入到这一行列,致使资本价格一再攀升。在这样一个竞争更趋激烈的资本市场上,股东们的需求更大,也能更多地榨取收购后资产的剩余价值。

公共垃圾债券则取代了更传统的私人次级债券,成为杠杆化收购的重要融资手段。它使得举债融资更加简便;但同时,也增加了收购中的潜在不利因素。提供低成本高级贷款的银行在杠杆化交易中只能得到较少一部分份额。因此,要求即时付款和回旋余地较小的协议。次级债券的比例越高,高级债券条款越严格,发生危机的危险也就越高(收购成本中现金流越少,不带息垃圾债券越多,而后发生资产重组的成本就越高)。[2] 一般来讲,低级别、高回报的证券使收购活动更加简便,但是从长远来看,却可能使收购更昂贵、更具风险。[3] 米尔肯也意识到了这潜在的危险。他说:“是时候来抵消杠杆作用了。”可惜没人把他的建议当回事。作为德莱克塞日趋强大的竞争对手,米尔肯的话听起来似乎很自私——当然的确是有一

[1] Andrade and Kaplan, "How Costly is Financial (Not Economic) Distress?" p. 39. 在不景气的最后一年,吉姆·沃尔特的EBITDA对销售的比率与其收购前的财政年相比增长了24%。纯现金流与销售的比率也相应增长了34%。

[2] Kaplan and Stein, "Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s," pp. 314~356.

[3] "Michael Milken—My Story", *Forbes Magazine*, March 16, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。德莱克塞依然故我，继续出售垃圾债券，投资人也不断地购进。

由于在收购案的融资结构中，成本高的次级债券占了大部分，提供高级贷款的银行在收购中的地位并不高。因此，银行开始严格控制合同条款，并要求即时偿付本金。1986 年的《税收改革法案》取消了一些旨在加强收购后现金流量的新措施，从而给投资人施加压力，以保证收购完成后，由于管理的改进、资产的改良等带来的现金注入会偿付部分负债。总体来看，"偿付比"（净现金量＋EBITDA/总负债）有所下降；1985 年后，更是急剧萎缩，预示着被收购公司偿还债务的能力正不断下降。[1]

像别人一样，KKR 也正以高出成本几倍的价格购买资本。然而，仍有相当一部分监管的资产可以使所负债务发挥作用。问题并不是出在技巧上，而是出在实际应用中。由于被杠杆化了的资本更加昂贵，税收上也捞不到多少好处，所以可供失误的余地很小。因此，资产负债表结构的灵活度（以及它背后的信贷统筹）就显得尤为重要。随着越来越多的交易商进入这一领域，以及 KKR 自己的收购规模日趋庞大，KKR 必须很小心谨慎地处理其业务。

当 KKR 对庞然大物 RJR 纳比斯科进行最后投标时，华尔街的反应是，这家公司已经把"谨慎"二字抛到九霄云外去了。关于投标竞赛的公众描述，将 KKR 描绘成在投标狂热中，意欲完成历史上一群强劲对手之间最大的收购。是公司失去了往日的冷静，违背了它的著名纪律吗？难道是在受自我驱使的金融家们激烈的斗争中，自我战胜了理智？证据看起来很清楚，尤其在《门口的野蛮人》一书中，提供了一个迷惑但并未失去控制的公司的生动细节。KKR 卷进了它唯一的敌意收购，大大减弱了它以完全信息为基础计划现金流量的能力。RJR 董事会给管理层的要与所有投标者合作的指令正得到尊重。KKR 在一种不太习惯的无知的面具里进行分析。公司的主要信息来自约翰·格林尼奥斯，一个怪人，他不在首席执行官罗斯·约翰逊收购公司的计划之内。在夜以继日地将数字过目的过程中，斯图尔特发现在投标的一个关键时刻，他严重低估了可供收购后减少债务的现金（大约有 13 亿美元）。这样，就使得 KKR 所有的信息都有问

〔1〕 Kaplan and Stein, "Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s," pp. 326～328. 它们的样本收购，EBITDA 对现金负债的中数比总是超过 1986 年前，但 1986～1988 年期间下降到 0.76 和 0.66……同样，纯现金流与现金负债的中数比率在 1986 年前一直在 0.56 之上，但在 1986～1988 年间没有超过 0.41。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



题。11 月中旬，就在他们最后投标每股 109 美元之前，KKR 合伙人还在争论 98 美元的价格是否太高。[1] 到了最后一刻，KKR 对它的数据还不完全信服。

RJR 纳比斯科对 KKR 来说是一笔独特的交易，这一点没有问题；但最终却让它的股份合伙人失望了。一个匆忙的判断是公司支付了太多，但要解释问题出在哪里，这就不是一个很有用的解释。未打破的债务覆盖范围以及公司经营业绩的明显改善往往给人以假象；而差劲的股票回报则对之加以证实。收购后的历史要复杂得多。在不同时候，在 KKR 的庇护下，RJR 正视不同种类的问题，每个问题对其股价表现都有深刻的负面影响，但这些问题没有一个是收购的最初开支的直接后果。

另一方面，RJR 纳比斯科收购时的财务结构很早就开始带来严重问题。这并不仅是收购费用和财务结构之间的语义差别。在争夺公司控制权的狂热过去后，KKR 和它的联合投资者只将 15 亿美元的股份投进了交易，剩下近 300 亿美元用债务来融资。在这个例子中，高度杠杆大大缩小了计划现金流量和债务设施之间的变动范围，几乎没给公司留下什么来缓解不利环境的压力。结果是，交易的资本结构不能吸收快要到来的股票。

收购后的开始 18 个月对 RJR 纳比斯科来说一切顺利。收购计划在资产出售方面要求大约 50 亿美元，这个数字被迅速超过了。1989 年，KKR 将纳比斯科的欧洲食品公司的销售以 25 亿美元改编为法国食品集团 BSN。得尔·芒特的股份在两笔分开的交易中售出：得尔·芒特的热带水果部取得 8.75 亿美元，食品加工部又取得了 13 亿美元。各种资产——包括公司 11 个臭名昭著的公司飞机和它在 ESPN 的 20%的利益——总共卖得 5 亿美元。行业分析家们说，各种经营中的收益怎么衡量都是公正的。[2] 当资产出售进行时，以路易斯·格斯特纳牵头的公司的新的领导班子很快迁了进来。通过削减烟草制造业的员工，以及通过投资技术提高生产效益，他们大大降低了开支。结果是，经营收入从 1988 年的 23.67 亿美元上涨到 1990 年的 28 亿美元。

---

〔1〕 Brian Burrough and John Helyer, *Barbarians at the Gate* (New York: Harper & Row, 1990), pp. 394～395. 伯勒（Burrough）和赫利尔（Helyer）也报道说（p. 395）KKR 不喜欢在媒介强烈的注意下运作。据报道，乔治·罗伯茨就曾这样问过他的合伙人："我们真的需要操这份心吗？"

〔2〕 Andrade and Kaplan, "How Costly is Financial (Not Economic) Distress?", p. 36.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是，在收购仅一年半后，几乎所有可能出岔子的事都出了岔子。UAL收购谈判破裂；几乎是同时，传来收购有其他问题的消息，引发了高收益证券市场的恐慌。德莱克塞，高收益证券市场的主要制造者，开始被人遗忘。同时，公司和公众对收购的反感正通过政治制度加强影响，随之而来的国会和监管行动使得收购债务市场更加令人沮丧。即使在这样敌意的环境中，RJR纳比斯科的垃圾债券相对来说仍处于强势。KKR的斯图尔特伤心地说："它们比其他股票的质量要好，更具流动性，是垃圾股票市场一群矮子中的将军。"1990年1月26日，星期五，当穆迪降低RJR纳比斯科的债务等级时，公司的债券仅值66美分。星期一又下滑了1美分。不远的将来，即1991年，是"重新设定"公司垃圾债券利率的期限。[1]

KKR为什么一开始构建收购交易就带一个关于垃圾债券的重设条款？在KKR的竞标中，重设条款几乎是偶然包括进来的，是在竞标高潮中，KKR和德莱克塞之间的一次沟通中后来广为人知的失态的结果。KKR已经与德莱克塞和RJR纳比斯科董事会的顾问拉扎尔德·弗里雷斯商量过，他已经警告过董事会不大可能支持普通固定比率的垃圾债券，因为它们不大可能以平价交易。重设条款是德莱克塞在一次电话会议上口头向RJR纳比斯科的律师行提出来的，没有得到KKR的最后批准。

事实上，KKR得出结论，重设对达成交易起关键作用。没有它，公司会以19%或20%的高收益固定比率债券对交易进行融资。如果那样的话，会使得交易不具可行性。罗伯茨说："在任何情况下，我们认为我们会做得很好；我们会将债券重定在较低的比率水平上。"[2]RJR纳比斯科的信誉，加上它正在改善的业绩，应该使它成为这样。但是，随着垃圾债券市场的崩溃，KKR开始面临危机。虽然从技术角度说，KKR要到1991年4月才需要重设债券，KKR必须尽快行动，以使人们不至于担忧RJR纳比斯科可能会不履行责任。垃圾债券的名义利率不到14%；在现行的交易价位，重设垃圾债券会涉及50%比率的提价，这会造成现金的严重流失；或者，如果用实物支付，将会以难以忍受的速度生成新的债券。RJR纳比斯科不再生成足够的现金来回购债券；资产出售的收入必须集中支付银行



[1] George Anders, *Merchants of Debt, KKR and the Mortgaging of American Business* (Basic Books, 1992), p. 250ff. 这篇文章提供更全面的描述。安德斯提供了许多事实，即重设没有规定上限。

[2] 与乔治·罗伯茨谈话，1995年10月24日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



债务。在当前的气氛中，根本没有办法恢复人们对债券的信心。想夸张威胁的严重性很困难，更别提威胁的难堪了。曾经由于其 1989 年神奇的财务能力而受到喝彩的 KKR 现在却不断被商业新闻界喝倒彩，也饱尝华尔街的冷眼。垃圾债券的持有者们在一次会议上威吓克拉维斯；机构投资者和银行，几个月前还那么急于和 KKR 做交易，现在也变得公开敌视 KKR 了。KKR 的几位顾问，包括马尔蒂·李普顿——有名的接管律师，建议 RJR 纳比斯科申请破产。这是一个让人心寒的想法——1987 年基金的 1/4投资于公司。交易仍旧新颖；虽然潜在的危机存在，但问题还远不是不可征服的。可是，不同利益的众多参与者带来了非同寻常的挑战。要找出解决如此重要问题的方式，而又不至于导致各路投资者之间无可修复的冲突，就要求 KKR 具备最优秀的调解技能。

另一个潜在的冲突是内部的，这正是那种导致华尔街的收购和接管公司在 90 年代初分道扬镳的危机，因为好时光已经过去了。克拉维斯告诉他的合伙人：“我们来一起解决这个问题，不会相互揭丑。”在乔治·安德斯的描述中，KKR 的专业人员们重新组合，寻求解决问题的办法，以极大的热情迅速找出“200 多个方案，旨在把 RJR 从困境中解救出来。合伙人们带着灰色的和蓝色的文件夹挤满了办公室，对每个方案进行分析”。[1] 几乎就和最初的收购分析一样紧张，完成以后，他们的努力给 RJR 纳比斯科资产平衡表的右边带来了根本的重组。

1990 年 7 月，KKR 着手进行 RJR 纳比斯科 76 亿美元复杂的重新资本化。它在新的银行贷款中安排了 22.5 亿美元，在可兑换 RJR 纳比斯科优先股中安排了另外 18 亿美元的销售。接下来，KKR 以 12 亿美元兑换债券兑换了 5.47 亿美元的现金和 1.294 亿美元的股票。释放这些交易的关键，是将 17 亿美元的股份注入公司，比 KKR 以及它的基金投资者们投进原来交易的 2 倍还多。利润被用来支付近 44 亿美元垃圾债务，收回余下的短期标价收购债务，偿还余下的 5 亿美元的配套贷款。所有这些行动共同努力的目的是恢复债务市场的平静。RJR 纳比斯科的债券价格稳步上扬。7 月 15 日，弗里雷斯和马尔蒂·李普顿代表债券持有者们决定，余下的重建债券新利息在 17%～$17\frac{3}{8}\%$之间是公平的——这比普遍预料的估价要好得多。

[1] Anders, *Merchants of Debt*, p. 252.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

KKR 的行动大大地提前了；但从事后来看，他们正是在关键时刻采取行动的。罗伯茨回忆说："就在一个月后，伊拉克入侵科威特。金融界保持稳定，直到 1991 年 1 月。"他通常控制有素的声音透出一丝轻松。他认为："要是我们没有重设债券，我们所面临的危机可能会更大。"[1]债券持有者们满意了；KKR 善于解决复杂问题的声誉得到了整修，现在可以喘口气了。

从商业新闻的有利角度看，对 RJR 纳比斯科来说，一切都变得光明起来。米尔肯对所发生的一切变化表示欢迎。对《福布斯》来说，通过将更多的股份注入资金结构，KKR 使 RJR 纳比斯科债券价格得以恢复，并使其资本化从 240 亿美元提高至 280 亿美元。他说，即使没有其他因素，问题及其解决方案应该能劝说那些尚未无可救药的陷入传统金融理论的人相信"资金结构很重要"。[2] 到目前为止，RJR 纳比斯科已经给那些收购股东们增加了令人吃惊的 170 亿美元的财富。(收购前，那些股东们已经收获了大约 130 亿美元的利益。)通过对原来的资本结构的不足进行修补——最引人注意的是，杠杆太多而灵活性不够——1990 年的重新资本化使得 RJR 纳比斯科返回了正道。KKR 对现在减低了的股份投资的期望依旧乐观。[3]

虽然很富有戏剧性，1990 年 RJR 纳比斯科重组并没有完成。接下来的一年还有两步要走：一笔新的 15 亿美元的高级票据出售，其收益用来支付银行债务和交换债券；以及一笔最初的公开出售，RJR 纳比斯科以每股 11.25 美元的价格出售了 1.15 亿普通股，代表 KKR 投资 5.61 美元混合成本价值的两倍。[4] 重新融资的活动在继续；1991 年末和 1992 年一系列交易将 RJR 纳比斯科的长期债务的有效利息从 10.4%降至 8.7%。利息成本从 1990 年的 30 亿美元降至 1992 年的 14 亿美元。评估机构将公司的债券评级恢复到"投资等级"，它的股票在新年除夕以 8.625 美元的价格交易。在这个价位上，公司的股票比它在公开发售时的溢价低了；但总体

〔1〕 与罗伯茨的谈话，1995 年 10 月 24 日。
〔2〕 参见：*Forbes*，March 16，1992。KKR 没有人记得米尔肯在交易达成时就股份投资表示过任何意见。米尔肯曾经表示过，他认为公司经济变得"过于杠杆化了"。
〔3〕 虽然稀释很重要，但亨利·克拉维斯认为，在收购的时候将股份投资翻番从金融的角度说是有一定意义的。保罗·雷特尔同意了，但表示 KKR 不会把它的 1987 年基金的这么大一部分投进一件交易。
〔4〕 原来 1998 年股份投资的费用基础是每股 5 美元；1991 年股份投资的费用基础为 6.25 美元。在混合的基础上，每股费用为 5.61 美元(KKR 档案)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上说，公司看起来是走上了正道。税前收入增长，资金成本降低，这两方面大大改善了公司的现金流量。在亏损了3年之后，纯收入表明，公司重新开始盈利。顶端157亿美元的销售量，相当于1987年的水平，而且是由仅占收购前半数的雇员完成的。总的经营比例从16.8%提高到18.5%。[1]

RJR纳比斯科的成功要归功于格林尼奥斯——纳比斯科分部的一名年轻的充满活力的领导人。格林尼奥斯是KKR在接管中几乎清理了原来的行政班子后留下的三位高层经理中的一位。他稳健地超越了他自己为纳比斯科设置的收益目标，显示了他的气概。另一方面，烟草公司落后于KKR的最初5年预测。虽然KKR已经考虑到公众越来越关心吸烟对健康的危害，国内的香烟销售下跌比预期的还要厉害，香烟价格不断遭到降价和普通品牌的进攻。分部的经理们在精简他们的经营方面也没有纳比斯科分部热情。然而，RJR的国内市场份额稳占总的30%，国际销售也快速增长。

接下来的一年带来了另一个危机，这个危机对KKR的股份收益比1991年重组的释减效果更加有害。随着削价和普通品牌进入溢价品牌市场，价格冲突在香烟行业逐渐变得更加频繁。1993年4月2日，这一天在烟草史中以"万宝路星期五"而出名，行业领头人菲利普·马瑞斯公司将它的旗舰品牌的价格降低了20%，一包整整40美分。虽然目标是削价香烟，它看上去像是孤注一掷的行动，会使香烟的盈利能力受到伤害[2]。(后来，当菲利普·马瑞斯公司的首席执行官下台的时候，这个决定被认为是理由。)

"'万宝路星期五'绝对让我们惊讶不已，"克拉维斯说。[3] 那天正是RJR纳比斯科的年度会议，无异于雪上加霜。破坏性很快在华尔街得到反映——菲利普·马瑞斯公司的股票市场价格收市下跌了130亿美元。RJR纳比斯科的股价从开市的每股8美元跌至6.75美元，并且保持跌势；一星期后就跌掉了26%。菲利普·马瑞斯公司的股价稳定了，但RJR纳

〔1〕 RJR纳比斯科财务报告；KKR档案。

〔2〕 虽然万宝路香烟削价的结果是菲利普·马瑞斯公司实际上赢得了市场份额(以RJR纳比斯科的溢价和普通品牌为代价)，这个行动的智慧在当时受到广泛的质疑。另一个RJR纳比斯科一直在追求的策略是将公司拥有的竞争者价格提高到普通品牌，而保持溢价品牌的价格稳定。毫无疑问，这个行动在改善菲利普·马瑞斯公司的市场方面有长期效果，主要是以RJR为代价的。

〔3〕 与亨利·克拉维斯的谈话，1995年10月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比斯科的股价跌势仍在继续;到了 1993 年 5 月上旬,它以每股大约 5.50 美元交易,下跌了 32%(见图 4—2)。RJR 纳比斯科的股票在接下来 2 年的大部分时间里就在狭窄的空间弱势波动。

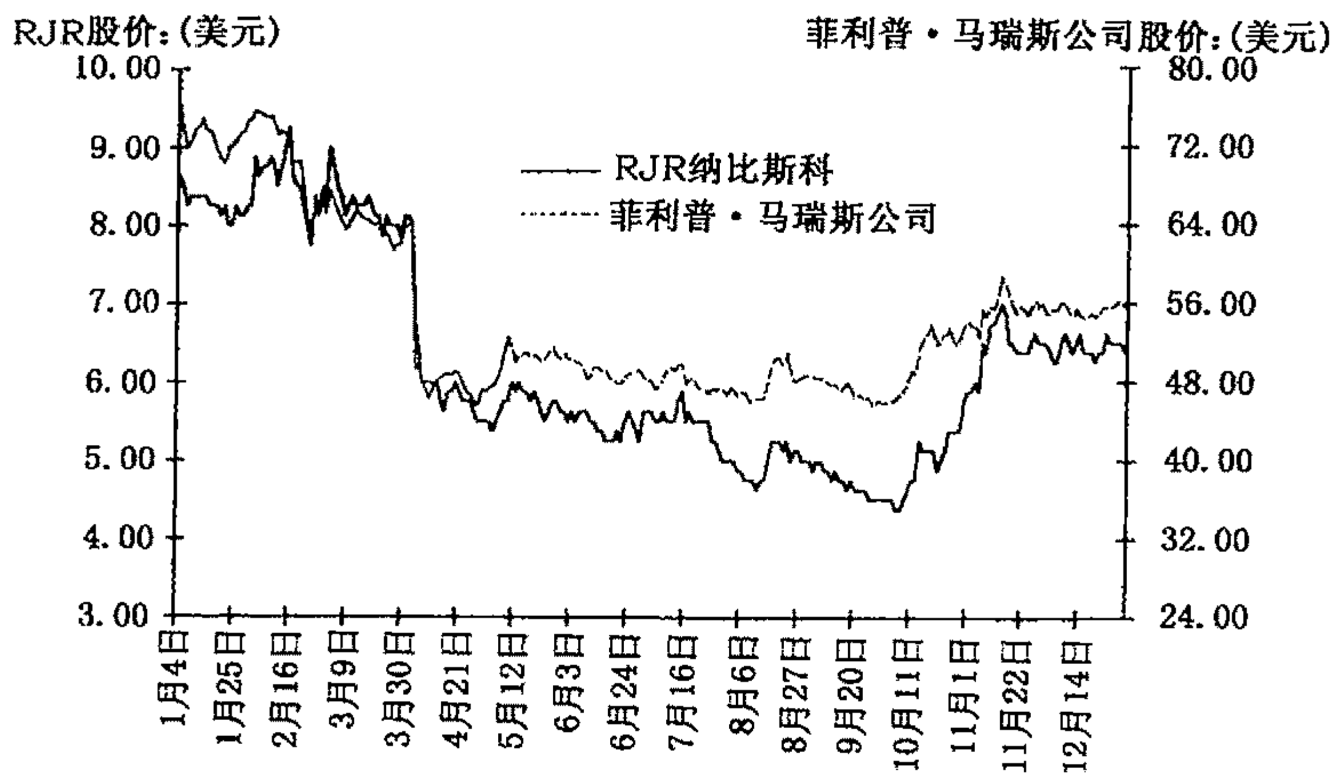


图 4—2　RJR 纳比斯科公司和菲利普·马瑞斯公司股价(1993 年)

在对市场的这个严重判断背后,是 RJR 纳比斯科的烟草业的严峻现实。公司的烟草收入在 1993 年下降了 43%,对总的公司经营收入带来了不良影响,从 28.9 亿美元下跌至 13.78 亿美元。虽然公司自从收购以来已经将其总的债务负担削减了近一半,标准普尔在 1993 年秋天把公司列入资信需要进行观察之列;12 月,公司将员工削减了 10%。这些困难由于高层的更换而进一步加剧。就在市场还心有余悸时,格斯特纳出人意料地离开公司,他在 4 月份就接受了 IBM 公司的盛情邀请。那时,要重新聘请一位首席执行官,起码也是一件令人尴尬的事情。但是,KKR 很快找到了一个继位者——迈克尔·哈珀尔。哈珀尔是康阿格拉公司的前任领导人,一位很被看好的经理。KKR 是在他购买彼特莱斯股份的时候开始了解他的。"接下来发生了一件匪夷所思的事,"罗宾斯讲述道:"负责烟草部的吉姆·约翰逊和哈珀尔坐了下来,想出一个新的策略,在接下来的 18 个月里,从他们的公司里又抽出 10 亿美元的开支。"[1]终于,烟草部的经营业绩与食品部吻合了。当一定的价格秩序在国内的烟草市场上得以恢复后,RJR 的烟草利润开始增长,直到 1994 年末达到了"万宝路星期五"之前水平的 75%。

〔1〕 与克利夫·罗宾斯的谈话,1995 年 10 月 27 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，一帆风顺的前景由于环境的急流给搅浑了。社会对烟草的反对不断上升，并且正前所未有地通过政治制度而具备影响力。行业诉讼已经被接受为做生意的正常开支，而立法和规定对香烟销售的威胁远比所有行业诉讼要严重得多。虽然原告在法庭上总是输了官司，但有关吸二手烟和沉醉于尼古丁的不良影响的新证据带来了很多不安。整个行业，包括 RJR 纳比斯科，处于围攻之中。因为烟草销售停滞了，包装价仍比“万宝路星期五”以前水平要低。将国际范围的增长放在一边，笼罩在烟草部的阴云看起来要长期存在了。

比纳比斯科分部大得多的潜在价值被套在了烟草财富中。释放这笔财富是当时情形所需要的，但找到正确的方法是一件棘手的事。KKR 事实上在收购时曾考虑对纳比斯科实行资产分派以产生新的公司，以此作为几个长期退场策略之一。但是，如果这件事发生在税法规定的 5 年等候期间，税收法规会严厉惩罚这个举动。既然 5 年已经到了，时机也成熟了，KKR 希望对纳比斯科实行资产分派的希望由于司法方面的危险而遭挫折。原告律师试图找出新的战略来向法庭内烟草行业看似不可战胜的辩护发动进攻，他们通过集体诉讼发动了新的进攻。随着“偶然赔偿”的增加，KKR 的律师警告说，公司的主要领导人，以他们作为公司董事会成员的身份，可能会以“诈骗性转让”任何资产的罪名被起诉。克拉维斯说：“无论是在 KKR 的我们，还是外部董事们，或是在董事会任职的经理们，没有人愿意冒那个险。”[1]

最好的选择是发行“标了字母的股票”。这个方法已经通过像通用汽车公司和 USX 这样的大公司在股票市场上试验过。克拉维斯是这样解释的：

> 我们本来可以在一个控股公司的麾下，将食品和烟草两个公司保留在一起。股东们然后会收到证书——A、B 股——给予他们实际意义上的权利，与食品和烟草收益分开来。红利是分开的，但没有必要设置独立的董事会。这是试图得到公司食品部分价值的一个办法，食品部事实上是与境

[1] 与亨利·克拉维斯的谈话，1995 年 10 月 18 日。如果能表明 KKR 预期其公司的负债，即从烟草诉讼的判断中产生的负债，会超过它的资产，这样的“欺骗性财产让与”在股本的转移脱离中可能是隐性的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况糟糕的烟草股票的低级倍数相连的。[1]

但是，设置字母标记的股票带来了很多可怕的神秘税收，以及财务和法律方面的复杂情况。KKR 必须想出别的办法。它最终决定将纳比斯科的 19.9%出售给公众。1995 年 1 月 26 日，5 175 万股股份以每股 24.50 美元出售，整个 12 亿美元的收益被用来支付银行债务。由于出售控制在 20%以下，KKR 保留了它的选择。根据税收规定，如果这样的一个动作从法律责任的角度来看变得不那么冒险的话，它可以在后来进行资产分派时产生新的公司。

在 5 年多的时间里，一连串不合时宜的事件——垃圾债券的崩溃、"万宝路星期五"、反对吸烟的社会压力潮流——使得 KKR 的最大的生意成为最头疼的事。然而，尽管发生了一系列恼人的事件，KKR 仍不懈地努力着从 RJR 纳比斯科吸取股票价值，同时也充分利用它的债务。通过出售多个分支机构，通过鼓励多种经营改革，通过对公司的收支账单进行仔细的管理，KKR 设法将公司的债务从 290 亿美元降至不到 90 亿美元。它监督了 RJR 纳比斯科业务在经营效率方面的转变。公司的合伙人们尽其所能使得公司产生更多的现金流和更好的收益。但是，股票价格不会改变——法律和政治的阴云太具警告性了。

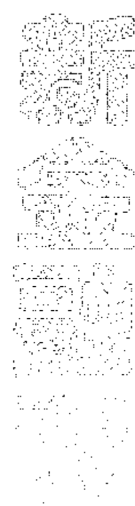
KKR 的 RJR 纳比斯科小组包括罗宾斯。他与斯图尔特一起主要负责 KKR 的密集型日常业务监测。与此同时，罗伯茨也不断地给每个人施加压力，要他们想出办法将 KKR 从困境中解救出来。KKR 的选择越来越少了。它已经试图提供更好的管理，更好地经营公司。它也曾考虑将公司一分为二，对分部进行资产分派，与其他消费者产品公司合并，在互补型行业进行收购。它也试过回购股票、特殊红利和目标性的或字母标号的股票。[2] 然而，所有那些选择没有一个获得效果。看来，几乎没有办法来加强公司的股价了，该退出了。

退出的方式意外地浮出水面——以新收购的形式出现。包尔顿公司在易坏的消费者产品中曾经赫赫有名，已经沦落为一个管理不善的公司，KKR 从 1992 年就将它列为一个潜在的收购机会而跟踪其厄运的发展。一年之后，克拉维斯和罗宾斯去了这家公司。他们知道，包尔顿公司陷入

---

〔1〕 同上页注。
〔2〕 与罗伯茨的谈话，1995 年 10 月 24 日；与克利夫·罗宾斯的谈话，1995 年 10 月 27 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了麻烦。它的门罩品牌和市场地位严重受损。它的销售和收益急剧下降，它的短期债务急速增加，它的股票市值逐步下降(它在 1992 年正如预期的那样亏损 3.64 亿美元，1993 年再亏损 6.31 亿美元。它的股票价格直线下跌：1991 年为每股 36 美元，到 1994 年下半年变成了 11 美元)。公司在研发和市场营销方面几乎没有投资，而这些方面却是考虑消费者商品的生命动脉。

尽管公司面临这些问题，但包尔顿公司的行政官员们或它的董事会对 KKR 的提议却没有表示出任何兴趣。

KKR 传统上羞于转变，它坚持着，相信它能够召集一支管理队伍来解决包尔顿公司的问题。随着股价下跌，KKR 等待着另一个机会向包尔顿公司的董事们提出来。这些董事们其时正苦苦游说首席执行官们，希望能恢复公司的盈利能力。KKR 与接管辩护律师马丁·李普顿保持联络，他与包尔顿公司的董事会关系很密切；与拉扎尔德·弗里雷斯公司的路易斯·派尔马特尔也保持联络，他被包尔顿公司留下来，以便找到潜在的公司战略收购者。拉扎尔德在 1993 年底将 KKR 带了进来，那时，包尔顿公司正深陷在一次债务危机里。[1]

包尔顿公司是一个很好的机会，有许多潜在的有利之处。但是，它债务缠身(公司恶化的现金流使之更糟)，因此，承受不起收购融资的杠杆作用。这使 KKR 处于两难境地：怎样筹集购买股份必须的资金，保证及时但又不需要像通常那样去收购？KKR 的合伙人与包尔顿公司和 RJR 纳比斯科一起搜肠刮肚找出解决问题的办法，他们找到了一种联系。罗宾斯解释了这个问题——RJR 纳比斯科和包尔顿公司——联合成一个共同的战略：

> 1993 年至 1994 年期间，我还只是把包尔顿公司看作包尔顿公司……1994 年夏天，我们意识到也许可以说服包尔顿公司的股东们接受我们在 RJR 纳比斯科的股票，只是用它们来换取包尔顿公司的股份。这个交易的好处是，没有必要重新举债，没有必要进行新的公司交易。RJR 纳比斯科与此无关，而只是 KKR 在用我们的 RJR 纳比斯科的股票进行交换，

〔1〕 与亨利·克拉维斯的谈话，1995 年 10 月 18 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以便收购包尔顿公司。[1]

罗伯茨认识到，通过这样交换股票，KKR就不需要筹集新的资金来收购包尔顿公司；同时，KKR也不需要给1987年基金的投资者分发纯粹是投资RJR纳比斯科的收益。他说："他们继续在工作中拥有不少钱。希望投资对他们从长远的角度来说是可行的。"[2]

在没有其他人为真正报价而出现的时候，KKR和包尔顿公司联合宣布，他们将以包尔顿公司的股票换取KKR余下的40%在RJR纳比斯科的股份。事实上，这是从1994年12月到1995年3月中旬期间发生的两步交易。1994年12月，KKR以2.38亿RJR纳比斯科的股票换取了在包尔顿公司69.5%的权益。1995年3月，余下的股票用1.19亿RJR纳比斯科的股票购买，总值达约19亿美元。包尔顿公司很快卖掉了2.31亿RJR纳比斯科的股票，将纯收益用来支付12亿美元的债务，加强了它在萎靡不振的经营中筹集投资所需新资金的能力。KKR也就其余下债务期限进行了重新谈判，降低了契约中贷款保证金的限制性条件。这个解决方法有3个好处：它给包尔顿公司提供了不带债务的平衡表；它使KKR可以悄悄地、干干净净地从烟草行业日渐增多的政治和法律问题中脱出身来；它允许KKR继续向前发展，不需要结束它的1987年基金在RJR纳比斯科的投资。并不是每个有限合伙人都喜欢这个结果；但是，现在在纽约有自己公司的科尔伯格赞成并关注着KKR进行交易。他说："策划得非常好，非常聪明。我真希望自己想到过那样……干得不错。"[3]

因此，包尔顿公司收购事实上变成了RJR纳比斯科收购的一个延伸。1995年底，估计市场价值达到47亿美元，接近其购买价。[4] 在交换前夕，RJR纳比斯科投资或多或少处于保本点，对KKR1987年基金价值的影响很严重。没有RJR纳比斯科，它给投资者的收购后回报率到1997年中期会接近24%；有了RJR纳比斯科，其回报率约为14%。[5]

---

[1] 与亨利·克拉维斯的谈话，1995年10月18日。

[2] 在回答投资者为什么不愿意分配给包尔顿这一问题时，罗伯茨回答说，"你得记住，这些都是大机构。对他们来说，资金不是个问题。问题是投资资金。"与罗伯茨的谈话，1995年10月18日。

[3] 与包尔顿的谈话，1998年1月29日。

[4] KKR档案。

[5] 那时侯，RJR纳比斯科从股息和资金增值中得到的年回报率象征性地仅为大约2.5%（KKR档案）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不成功收购的影响

人们愿意相信，对 KKR 这样富有的公司来说，金融回报来源于做正确的事。一般来说，这可能是真的，但即使是达成交易中付出最大努力也不能预期每一种负面的意外情况。杠杆尤其不留情面，对那些无力的财务结构、差劲的商业判断或者是糟糕的管理"杀无赦"；然而，这种可能性总是存在：即使是好的决定和健全的工作人员都可能由于意外发展而束手无策。每桩收购都必须听任下列因素的摆布：不可预料的市场错误、管理失败，以及来自于更大的社会和政治环境的威胁。西门家具公司就是市场条件变化的受害者。更是错误战略假设和收购后管理问题的受害者。后者是由于过多依赖于某一个人，主人的感觉很弱。相比之下，沃尔特工业公司表明，一个对收购来说完全恰当的候选对象是如何由于超出合理计算的冒险而被破坏的。在这个案例中，即使是公司在石棉方面的一小笔业务都可能会不利于杠杆交易。

正如本章的一些案例所建议的，突发事件有很多。人们总能从失败中吸取一些实际教训。我们在 EFB 一案中看到，收购开始时未能解决的问题在高度杠杆下会不断地影响公司。即使是根据 KKR 的标准，它的基本特征也未能使之成为一个好的收购候选对象。它依赖于高度周期的收益，其成功将取决于新的管理者来指导它的两个成品公司的合并。由于反常情况的出现，EFB 也必须面对汽车载体行业结构不可预测的变化。因此，可能高度杠杆也不适合伊顿·里昂纳德。它是一个高成长的专业机床生产商。它的失败是错误战略、差劲管理、贫弱的监督以及失和的投资者关系等诸多因素共同作用的结果。即使是这样，如果借方抵抗没有这么难以处理的话，它的问题也是应该得到解决的。在这个例子中，KKR 暗示它的债券持有者，它是不会超过限度地去延伸股份持有者资源来满足每个借方的要求的。这两家小公司的命运表明，既要解决借贷者要求，又要考虑到股份持有者的利益是多么困难。尽管满足所有投资者的要求对 KKR 的长期成功是至关重要的，但相互冲突的要求不容易调和。

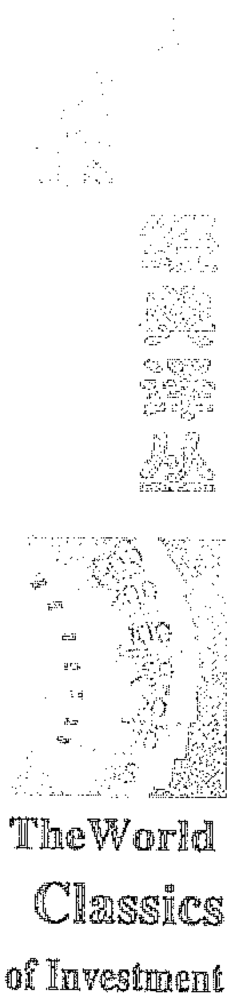
沃尔特工业公司表明，一旦公司陷入不利状态，投资者会变得多么敌对。在这个案例中，KKR 不能平息下属债务持有者的耐心，因此对公司失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去了控制。这对 KKR 股份利益的影响远比它早些时候与 TIAA 为伊顿·里昂纳德而发生的冲突要严重得多。在西门家具公司陷入困境后，KKR 能够带着所有投资者进行重组，把债务持有者转变成股份持有者。公司不同寻常的信心表示——其主要领导人把更多的股份投入公司的资金结构——帮助了危机的平息；但它未能最后避免破产，因为卖方使西门家具公司失去了信誉。另一方面，公司在这样的冲突中相对较少的经验表明，在熟练者手中，投资者关系在高度杠杆的公司如何得以较好地得到管理，从而摆脱困境。在 RJR 纳比斯科一案中，困境幸而被避免了，冲突也平息了，因为 KKR 通过降低股东利益以满足债券权利，避免了迫近的危机。

我们在 RJR 纳比斯科一案中更大的发现是，它的收购后的问题都并非只有一个原因。它的第一个大问题导致了 1990～1991 年金融重组。发生的原因是收购时的平衡表不够有力，缺乏灵活性，不能对付在垃圾债券市场中的暂时危机。其缺乏的成分是灵活性，这种灵活性帮助了 KKR 许多其他高度杠杆的投资度过困难时期。[1] KKR 本可以在交易中降低杠杆，否则它就可以更好地保护交易免遭潜在的下降风险。所发生的是，对垃圾债券的重设规定比预期情况更严重地限制了灵活性。KKR 用超过 2 倍的股份投资这一蛮横力量的解决方式——在它变成危机前——解决了这个问题。

重组后，RJR 纳比斯科的平衡表就其本身而言不再是主要的担心了。直到“万宝路星期五”将其收益抹去，公司的股票一直以 KKR 和它的 1987 年基金投资者已支付的每股 5.61 美元的漂亮溢价进行交易。回头想一想，不清楚 KKR 是否可能更好地对付公司接下来的困难。竞争和烟草市场的社会压力，影响了通过去除不良资产、提高管理纪律和经营效益来推升股票价值的努力。即使纳比斯科食品部的表现超出了所有的预期，所有试图使它的价值从烟草业的限制中解救出来的努力都宣告失败。斯图尔特对投资的最后判决可能是对当时情形的最好描述：“一切都出了岔子。但我们全额支付了我们的债权人，至少我们收回了我们股份合伙人的钱。”[2]他们是否会得到，还有待于证实。



〔1〕 回想一下乔治·罗伯茨的反问：“你更偏向哪一个，没有灵活性的低杠杆，还是具备灵活性的高杠杆？”参阅第二章。

〔2〕 与斯高特·斯图尔特的谈话，1995 年 11 月 1 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此，正是一些 KKR 不成功的投资，以及收购后财务上的困难反映出的战略或管理问题，在高度杠杆的作用下得到了加剧。因此，两个小公司的价值遭到破坏。EFB 和伊顿·里昂纳德，以及饱受困扰的西门家具公司险些破产后，其公司力量已遭到严重削弱。然而，对 KKR 的两桩最大的充满麻烦的收购而言，给社会带来的纯财务收益——如果不是给股份投资者的话——是丰厚的。高度杠杆把强烈的所有权刺激和加强沃尔特工业公司经营业绩的良好监控连在了一起。虽然对 KKR 的有限合作伙伴来说，这只不过是微不足道的安慰，但 RJR 纳比斯科在其与 KKR 的动荡期间的每一个阶段都比收购前得到了更好的和更具效益的管理，这却是不争的事实。

最后，值得特别提到的是，KKR 为了找到解决其陷入困境的公司问题的方法而付出了巨大的努力。解决财务问题的持续努力融入整个收购的激励结构中——只有在资产被售出时才能挣大钱。KKR 对债权人利益的关心也跟长期动机相连；它为未来交易筹集资金的成功依赖于其名声，而不仅仅是为赚钱，同时也是为了对它的所有投资者公平对待。在它的一些不成功的收购中，如 EFB 和沃尔特公司，KKR 的每个专业人士都付出了巨大的努力来解决问题，即使在股份回报前景渺茫的时候也是这样，这便是长远考虑的证据。

可是，即使当一个公司的困难看起来可以驾驭，长期动机总会占上风吗？人们往往易于对短期刺激作出反映，即使是最老于世故的收购专家也几乎不可能不受到人类行为正常趋势的影响。在最后的分析中，加强长期收入，使个人努力服从 KKR 更大社区的利益，这是一个道德和组织的问题。在他们以不同寻常的方式经营他们公司的过程中，KKR 的高级合伙人一直试图解决这个问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 KKR 作为一种机构形式：结构、功能和特性

对于心仪之事，我们总是欣然为之。

——《安东尼与克莉奥佩特拉》(*Antony and Cleopatra*，IV，iv)

大卫·常永远不会忘记1995年6月25日他接到电话的那一刻。电话响的时候，他正坐在他在纽约的麦肯锡公司的办公室里。打电话的是KKR更年轻的合伙人——乔治·罗伯茨与托德·费雪。费雪20分钟前已经给他打过电话，问他是否做好准备谈谈，因此常这会儿很紧张。罗伯茨说："大卫，还有几件事我们想了解。你不会介意回答几个问题吧？"有100个人申请KKR的一个职位，常是其中之一，他已经经历过无数次公司合伙人和股东的面试。他强迫自己镇定下来。罗伯茨开始提问了："你能告诉我1 000 064的平方根吗？"

我答道："呃，好的……"我的心跳得飞快。我得抓着我的计算器。可是我找不到。我开始到处翻，突然，我意识到，"等会儿，1 000 064的平方根一定是1 008"，可是，那不是正确的答案。我中计了。乔治放过了我，说："好吧，没事。你告诉我加利福尼亚有多少家煤气站由雪佛龙公司拥有？"这是一种经典的、征询式的面试提问。我艰难地答道："呃，让我想想。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"有X个街区，每个街区有X个煤气站。"数字全在乔治脑子里，他一个劲地把这些数字扔给我……真痛苦！[1]

有那么一会儿，常听到电话那边费雪在偷偷地笑。罗伯茨说："好点了。现在让我问你第三个问题：你愿意到KKR来为我们工作吗？"

常高兴极了。他应该知道的。这不是那种KKR让它的求职者所经历的军事训练。在经历了面试考验后，他对KKR采取的与那些冗长的面试过程不同的面试感到很惊讶。所有20世纪90年代的KKR合伙人——包括费雪、尼尔斯·布罗斯、亚历山大·纳法布和马克·李普舒尔茨——都曾有过大体相似的经历。当他们从KKR年轻些的合伙人手中转到更高层次合伙人手中时，没有一次面试像他们已经接受过的案例型商务问题——解决操练。这些都不是口试；主持面试的人似乎对求职者的动机更感兴趣，而不是他知道什么。"告诉我你曾有过的投资念头，告诉我你最近忙的事，告诉我你为什么认为那本来可能会或不会是桩好生意。"每一次面试，从最低层合伙人开始一直到最高层合伙人，都是设计好来决定求职者是谁，他为什么要为KKR工作，是什么促使他作出生活中的选择的。

常回忆说：他没有遭遇他预想中的攻击或骄矜，"我惊喜地发现，每个人都很客气"。公司那一年新聘用的另一位是马克·李普舒尔茨，他曾在高盛公司担任过分析员。他也很惊讶。他说："我曾想象过'野蛮人'。第一次面试的时候，我以为我得对付的人和华尔街上任何人一样难以对付，也许一样傲慢。但是，我所遇到的人很坚强，但也很实际，很讨人喜欢。"纳法布和费雪于1993年一起进入公司，他有过类似的经历。"我在接受面试过程中的强烈感觉是，那些人显然都很成功，但也真正讨人喜欢。他们使我感到受欢迎，很舒服。"[2]

他们都同意KKR决不是一般的公司。20世纪90年代的一批KKR合伙人，被吸引到KKR的原因，是他们认为，KKR能使他们成为大公司的主要投资者，而不是中介或顾问。同时，他们也感觉到自己正在成为一段不同寻常的重要冒险的一部分，而这段历史正在展开。1995年还是一个小公司——KKR的主要投资者只有15家，加上在纽约和加利福尼亚的大约85位支持工作人员，KKR已经成为华尔街最负盛名的公司之一。如果

[1] 与大卫·常的谈话，1996年6月28日。
[2] 与马克·李普舒尔茨的谈话，1996年10月10日；与亚历山大·纳法布的谈话，1997年11月21日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的财产组成一家公司的话，KKR会是世界上最大的多种经营公司之一。KKR也不是一家典型的华尔街公司。它确实是作为金融中介起作用的，但同时也作为一家商人银行、公司普通股基金总的合伙人，以及一家公司的理事。作为总的合伙人和公司理事，KKR履行着它最重要的经济功能——长期价值创造。

公司、集团公司和杠杆收购协会

作为对收购投资策略的回应，价值创造是在被称为"杠杆收购（LBO）协会"的内部管理的。杠杆收购协会看起来有点像集团企业，起码在表面上，这种明显的相似有些讽刺意味。

> 虽然杠杆收购是作为个别事件发生的（乔治·贝克尔和锡恩谢尔·蒙哥马利这样写到），很多是由同样的公司、同样的合伙人，以同样的组合执行的。几年以后，这些合伙公司成了行业或零售帝国的中心，经常有广泛的多种经营和高度分散的一批公司控制利益。杠杆收购协会变得正像他们应该分解的集团公司。[1]

但是，这种相似明显却并不真实。准确地说，杠杆收购协会是什么？它是传统公司形式的进步吗？为了更好地理解它运作的方式，我们可以将杠杆收购协会比作更传统意义上的公司总部。[2]

20世纪80年代，忙于多种业务的大公司一般都组成"多个分支"组织。在这种所谓的"M"型结构中，一个公司总部可以管理多个不同的公司，每一个公司可以组织成一个子公司或作为一个未被公司化的分部或"单位"。各个不同的公司通常以某种方式相联系，比如它们的技术和市场，但它们每天的操作依旧是不同的。通过在不同公司之间分配行政责任，这样一来，这些公司的高层经理可以将精力集中在全局管理方面——评测环境，以及环境会怎样影响它们的产品和服务的调配，从而形成长期

---

〔1〕"Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms," Harvard Business School Working Paper, November 4, 1994, p. 2.

〔2〕这个分析的很大一部分来源于贝克(Baker)和蒙哥马利(Montgomery)，同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资战略。

在他们的行政职责方面，公司经理们作为他们董事会的代理，来监控各个分机构的财务业绩，充实它们向股东汇报的报表，筹集新的资金，分配资源，以及寻求新的商业机会投资。公司总部也有财务和会计人员来控制经营和对公司作为一个整体来说常见的一系列服务。这些服务的类型包括房地产、法律、保险、公共关系、研究、工程、资源分配，以及其他功能，只要巩固这些职能和集中它们的工作人员具有经济上的效率。

集团公司是"M"型公司的一个子集，将其区别开来的是很高程度的多样化和分散性。它的总部办公室小一些，职员作用少一些。一个集团总部纯粹的形式很像一个控股公司，高度限制的收购、疏漏和财务职能都有——对不相关公司的收购、监控，就它的经营单位业绩提交报告，给那些单位提供融资援助和现金管理方面的服务。联合型大企业越想实现成员公司间财务或经营"增效"，其总部就越可能像更传统意义上多分支公司一样，承担行政和支持人员的职能。

杠杆收购协会完全是另一个品种。它并不只是一个投资组合，它也不是一个集团公司。那些公司开发了作为管理资产方式的杠杆收购协会，但并没有花时间去解释它们是怎么设想的。管理方面的文献试图跟上步伐，但要分析和诠释这个显然是新的组织形式并不是件容易的事。

为了找到一个有用的对等机构，学者们在杠杆收购协会和日本商业体系大的集团企业间作了比较。1991 年，詹森写到："杠杆收购合伙公司起着双重作用，在很多方面像日本的主贷银行，这些银行在它们出资的公司持有股票，控制其资金渠道，监控其业绩。"[1]（一个更恰当的比较可能是日本更早时候的财团，典型的关系密切的合伙公司所控制的企业集团。）詹森很小心，没有扩展这个比较，但这个概念由历史学家阿伦·考夫曼和额尼斯特·英格兰德接过去，并加以详细阐述。他们的文章发表于 1993 年，影响大，但有些误导作用。[2]

---

〔1〕 Michael Jensen, "The Market for Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 2, p. 22.

〔2〕 Allen Kaufman & Ernest J. Englander, "Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism," *Business History Review*, 67 (1993), pp. 52～97. 他们对 KKR 的描述反映在下述文章中：Jonathon Barron Baskin and Paul J. Miranti, Jr., *History of Corporate Finance* (Cambridge University Press, 1997), Chap. 7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

KKR 的杠杆收购协会

考夫曼和英格兰德认为，虽然 KKR 是以买卖资产开始生存的，但它已经进化成一个相关投资体系，必须服从战略协调。他们认为："KKR 已经表示了意图，在它持有的公司间创造一组相关的公司，彼此之间可以相互交易，也可以共同寻找新的商业机会。"他们把 KKR 的投资作为一套成熟的"行业集团"，以便在某种程度上可以进行财务和市场协调。KKR 在金融机构最近的投资——公司已经获得第一州际银行和弗里特 BNE 银行的少数股票——被看作是有意识地朝着获取对"资本资源"更直接的控制迈出的步伐。这些"资本资源"可以用来资助未来的收购和内部项目。[1]这个推论虽然富有想象力[2]，但它误解了 KKR 的用意，忽略了它创造商业帝国的法律和组织能力方面的局限。调整方面的约束使得 KKR 不可能以这样的方式来利用银行投资，即使公司倾向于这么做。

KKR 肯定不是一个像日本财团那样的体系，它也不是集团企业。像集团企业一样，杠杆收购协会既可以收购，也可以作多样性的投资，但在其他关键方面有本质上的不同。例如，无论在法律形式、资金结构或功能方面，它都不是一家控股公司。

一个集团公司是典型的组织起来的永久性公司，而杠杆收购协会则是一套作为股票基金组织起来的有限合作公司。有限合作公司的寿命是有限的。KKR 有限合作公司的寿命典型的是 12 年。12 年到期的时候，它就必须卖掉它的投资，然后把资金返还给它的基金投资者。[3] 虽然任何一家有限合作公司的关闭并不意味着杠杆收购协会的结束（就一次收购而

---

〔1〕 Kaufman & Englander, "Kohlberg Kravis Roberts & Co.", pp. 92～95. "（银行）所有权会为……杠杆化的收购提供另外的资金来源，在安排非杠杆收购的金融市场方面提供规模。银行也将会给 KKR 的其他财产提供商业服务，在它们之间提供不可或缺的商业纽带，并且潜在地将 KKR 的王国构建成一个行业集团。如果 KKR 成功地执行这个战略目标，它将创造一套综合的投资者控制的公司，与日本的财团（Keiretsu）最相似。"

〔2〕 同上，p. 95。作者承认他们在投机："我们的历史依赖公众文件，我们把这些文件归拢到一起，用理论上的商务规则中得出的概念进行描述。"

〔3〕 在有些案例中，例如一些享有独特"税收优势"的投资森林产品的公司，为 KKR 公司交易的股份融资是单独从一家基金中筹集的；但是同样的原则还是适用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



言，一个杠杆收购协会可能由多达 3～4 家股票基金的投资组成)[1]，但这样做的要求限制着它的做法必须跟集团公司有很大不同。

例如，虽然集团公司和杠杆收购协会两者都是可以收购的，但集团公司剥离非常缓慢，除非紧急事件使得它们不得不这么做。整理成文的成功的集团企业行为表明，它们往往是机会主义的买家，却是不情愿的公司购买者。只要成员公司单位继续满足最低公司业绩要求，它们就不大可能被卖出。[2] 另一方面，KKR 不仅尽可能可行地把来自基金的股票资金投放到工作中(该资金必须在 6 年内全额投资)，它还必须从卖出它的公司股票中实现为其有限合伙人的盈利。这个要求的影响就意味着 KKR 必须是有计划的买方和卖方——选择时机是机会主义的，但每次行动，从对收购定价到最终资产的处置，都是有意图的，驱使公司创造尽可能多的价值。

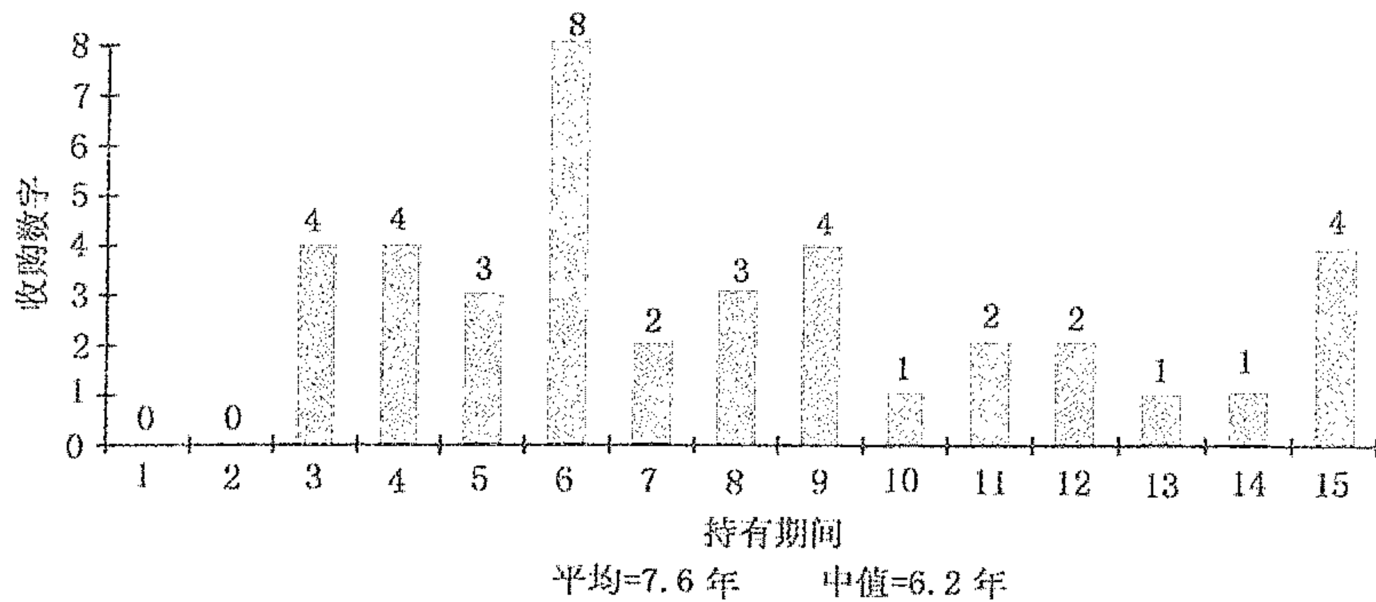
只有偶然情况下，好运允许的时候，KKR 能够成功地很快剥离一个公司。它在 20 世纪 80 年代的几桩收购——埃姆斯达公司、柯尔国民公司以及斯道尔通讯公司——都在收购后的 3 年内以非常高的回报卖出，每次卖出都是为了利用它们的资产快速增长市场。比如，黄金西岸(Golden West)的主要资产，是在洛杉矶的电视台 KTLA，在电视财产的繁荣市场中，价值得到了巨大增长。KKR 抓住时机，1985 年卖出黄金西岸时产生了 76.7%的利润，持有它的时间只有 32 个月。埃姆斯达公司于 1986 年被卖出，在收购后的 3 年内，产生了更高的利润达 80.5%，甚至在 KKR 能够实施它的计划将公司分成更明智的核心组成部分之前。除了那些不寻常的案例外，KKR 持有大部分公司的时间都超过 5 年，有足够时间来实施结构和经营改革。KKR 对它在 1988 年以前收购的 10 家公司保持了 10 年多的利益，在一路卖出它的基金投资部分的同时，通常对公司控制保持了有效的管理。[3] 见图 5—1。

正是在运行方式上，杠杆收购协会如此有别于典型的大公司、集团企业或其他。KKR 经营的杠杆收购协会只能松散地解释为任何一种公司总

---

〔1〕 Baker & Montgomery，"Conglomerates and LBO Associations"，p. 9，note ⑨.
〔2〕 同上，pp. 10～11。这符合一些直率的集团公司经理们所陈述的偏好，他们认为自己是机构建立者，不愿他们的业务缩小。"我没有变成英帝国的首相来负责其转让，"一位集团的首席执行官解释了丘吉尔的说法来阐述其观点。贝克和蒙哥马利否认更经常被引用的集团经理们不愿卖的理由：出售部件会带来税收方面的不利。
〔3〕 注意，在有些案例中，股票持有日期超过了 12 年，这就要求得到基金投资者的允许。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说明：持有期间反映了 KKR 在一家公司保留股权利益的完整时间。

图 5—1　1977～1990 年之间完成的 KKR 收购的持有期间

（自 1997 年 12 月 31 日起）

部。KKR 领域内的每一项投资都是一个法律上独立的公司，有分开来的资金结构和不同的股票投资者，每一项投资都由它自己独特的董事会来监控（见图 5—2）。

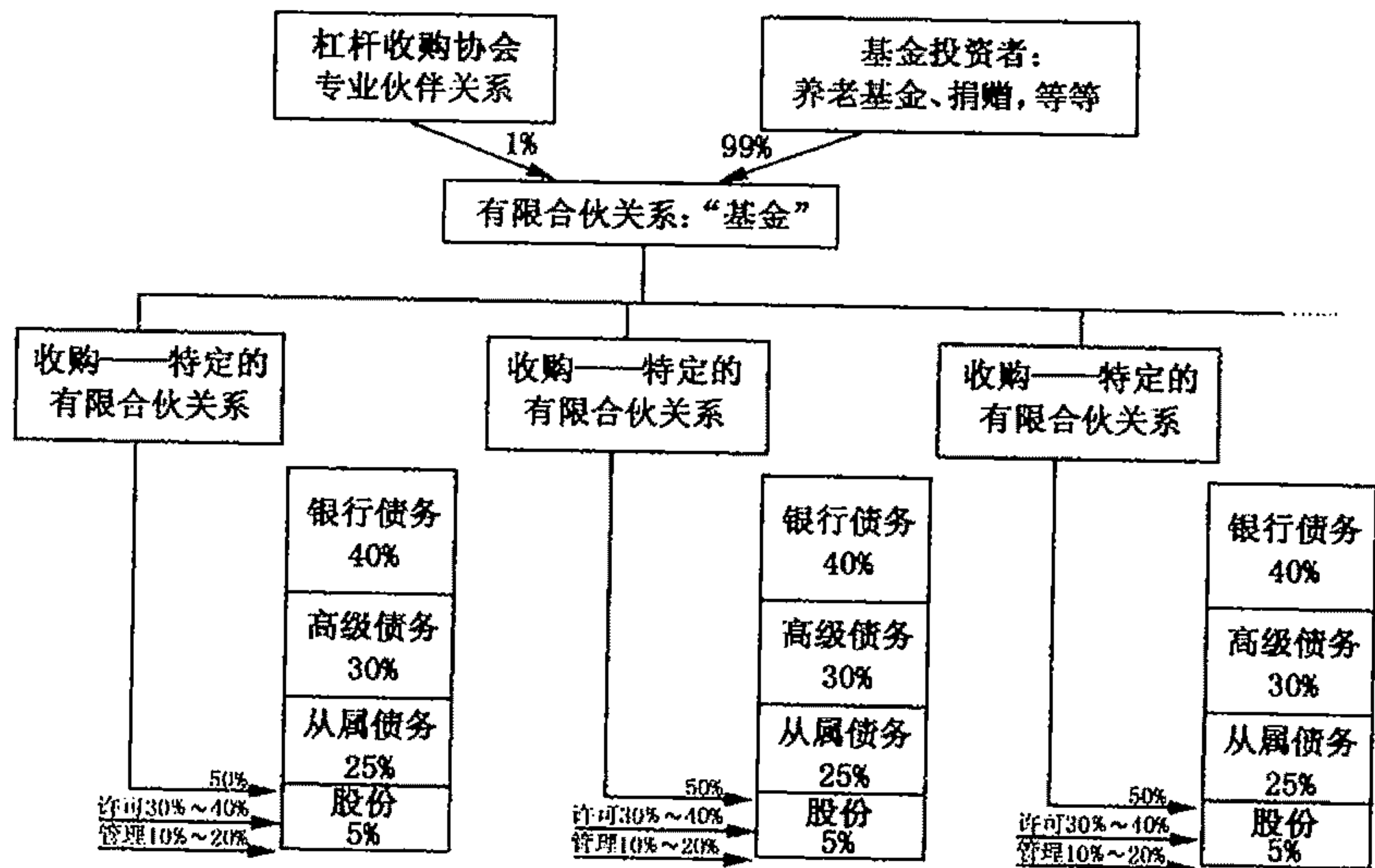


图 5—2　典型的杠杆收购组织的结构

KKR 监控着它管理的公司，但它没有试图将管理权威强加于它们。在主要的公司中，只有克雷顿—达彼列尔，由于有经验丰富的运作经理们的领导，才能有效地担任那个角色。[1] 由于缺乏那种专门技能，KKR 的

[1] W. Carl Kester & Timothy A. Luehrman, "Rehabilitating the Leveraged Buy-out," *Harvard Business Review* (May-June, 1995), pp. 119～230.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要职责是密切地、连续地监督它的公司，帮助行政补偿，在管理遇到严重问题时及时进行调解，策划融资和再融资、收购以及多种经营。[1] 正是在融资方面，KKR 尤其有资格行动。公司在资本市场中的名望能帮助降低成员公司的资金成本，公司对正在进行的财务需求的娴熟了解使它能够重组债务、发行股票，以及在资金结构方面作出及时有效的改变。

因此，KKR 既没有那份奢侈也没有诱惑来设计公司集团经理们所寻求的那种财务或管理增效。既然 KKR 的每次收购都作为带有自己独立的股票结构并和自己的董事会分开的、独立的实体，所以就不会有账目的合并。KKR 也不能将现金从一家公司转移到另一家公司，以便一家公司的运营可以支持另一家公司的运营和投资。由于每一件投资都有分开的股票持有者，任何想要把不同公司间的活动混合在一起的努力注定会遇到困难。不会有恼人的补贴，不会有强迫性的公司间出售，也没有任何事情会歪曲成员公司所运作的市场现实。任何增效的要求只会破坏 KKR 的灵活性，它的成员公司需要在一个机会主义的基础上出售资产。例如，当唐纳德·凯利开始掌管彼特莱斯公司的时候，在 KKR 于 1986 年收购了这家公司后，他审读了他的前任关于把纯果乐（Tropicana）果酱生意与罐装奶酪经营一体化的计划。因为意识到这种集中会牵制他以最高价值出售任何一个部分的能力，凯利否决了这份计划。[2]

预算和业绩动机对每个公司来说也是独特的，它们嵌入在债务和原始的收购投资中。在收购后的几年里，当公司面临巨大压力重组其资产并改革其管理体系的时候，债务契约决定和控制预算，其程度在典型的公司中是不普通的。并且就像债务条件对每个收购交易都是特定的那样，每个公司的管理赔偿都为其资产与市场相配备。KKR 帮助它的所有成员公司为经理们设计激励计划，以获取管理人员和股东利益的一致；但形式、细节以及数量则是根据每个情况来量体裁衣的。

KKR 也没有将母公司那种典型的普遍控制强加于它的公司。克拉维斯说："我们没有什么黑书。"他是指集团公司加在它们收购公司上的标准

〔1〕 亨利·克拉维斯解释说，通过给成员公司的首席执行官提供很大程度的独立性，加上他们自己个人公司中实质性的股份投资，KKR 能更容易地劝说首席执行官们将收购作为一种选择，而不是出售给更可能会更换经理的战略或金融买主。与亨利·克拉维斯的谈话，1996 年 4 月 24 日。

〔2〕 Eric Ipsen, "The Master of Junkyard Capitalism", *Institutional Investor*, Vol. 22 (1988), pp. 132～137.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度。"我们试图利用公司历史上的那些结构和制度，并且从此开始。"[1]在控制系统尚不到位的情况下，公司确实为其发展提供指导和帮助。通过与律师事务所、会计事务所和咨询机构的长期关系，KKR 能够带来广泛的法律、金融和管理专业知识来满足特定的组织需要。因此，虽说没有一个适应所有公司的"唯一最佳方案"，但 KKR 的主要领导人寻求解决特定问题的最佳方案。作为董事们之间的十字网络，他们推进了公司间的思想交流。

到了 20 世纪 80 年代中期，KKR 已经与一些经理们发展了关系，他们在管理收购方面的特殊才能使得 KKR 可以在其资产之间有效地调遣。1983 年，当 KKR 收购了帕克信托公司—— 一家小的房地产投资信托公司时，其首席执行官彼特・比肯和他的同事们变成了事实上的熟悉复杂房地产重组方面的咨询专家。在他们的帮助下，KKR 接下来的投资变得可能并且有利可图，尤其是在零售链方面。大卫・约翰逊作为公司的首席操作官员参加了 1983 年的贝岭海姆公司收购，后来成为红狮公司的首席执行官，再后来是金德尔医疗保健公司的首席执行官。这两桩收购在其现行管理方面出现问题时都曾要求帮助。鲍勃・基德在金霸王的成功之后被敦促重新出山，掌管包尔顿公司。斯蒂文・伯德原来作为顾问受雇于贝岭海姆公司，在成为绥夫维的首席执行官前被要求解决弗雷德・梅尔公司的问题。像这样的管理和咨询方面的专门技术的积累加强了 KKR 的市场竞争力。在这个市场上，资产和投资资金方面变得日益拥挤。

塑造公司

如果 KKR 没有以适合任务的方式发展专业合作关系，那么它所发展的收购和监督公司就不会这么有效了。公司的结构和激励机制的每一方面都适合资产的长期金融价值的增长。克拉维斯和罗伯茨牢记这一点。作为公司的高级成员，他们努力培育团队合作、同舟共济、忠诚和正直这一类的社会价值。他们这样做不仅是出于私人道德的考虑，也关系到公司的生存。既然它在很大程度上依赖于外部资源寻找和管理公司，既然它必须

〔1〕 与亨利・克拉维斯的谈话，1998 年 2 月 25 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一次又一次地把投资者带回到桌旁，KKR 也鼓励那些增进信息和资金市场信任的个人行为。

这一切都来之不易。KKR 的创建者们都是交易商，他们没有时间来考虑组织构建。他们的公司也是一个很私人的公司。他们曾打算创建一个商行，但雷瑟尔认为，当三个原先的合伙人于 1976 年离开贝尔斯登时，之所以这样做，是因为他们认识到是他们，而不是机构，处于更重要的位置。他说："即使是贝尔斯登，也不能说多像一张'电话卡'。真正的'电话卡'是科尔伯格、克拉维斯或罗伯茨。(他们每个人)努力与人们建立个人关系，真正靠他们的才智生存。"[1]

所以，在开始的 5 年里他们继续着，克拉维斯和科尔伯格在纽约，罗伯茨在旧金山。他们得到了罗伯茨的姐夫罗伯特・马克唐纳的帮助。罗伯特于 1976 年离开他自己的投资公司加盟 KKR；唐纳德・海利奇于 1978 年在纽约加盟科尔伯格和克拉维斯，他是从第一芝加哥投资公司招聘来的，也是三个合伙人生意的早期投资者之一。(尼古拉斯・弗拉斯特曼在 1977 年也曾短暂加盟过，然后离开并与其更出名的哥哥泰德一起成立了比 KKR 的更有名的竞争公司之一。)这个小组狂热地工作着，把他们眼睛睁着的时间花在为收购融资、监督他们已经收购的公司，并且不断地寻找更多的新的机会上。

公司开始几年是完全由它的三个创建者所有的。科尔伯格作为高级成员，持有 40%的股份(创办 KKR 时他出资最多，达120 000美元)；克拉维斯和罗伯茨各持 30%。到他们离开贝尔斯登时，科尔伯格的辅导工作基本完成了；他的年轻的合伙人也已经成熟，完全能进行即使是小的杠杆收购也会要求的复杂融资。除了帮助找到公司和为交易提供咨询外，他的独特作用是给公司提供一位德高望重的人，即"银发智慧"。[2] 在公司早期的交易中，罗伯茨领导了组织和关闭 AJ 和 USNR 的工作；克拉维斯在 L. B. 福斯特公司和侯戴勒公司担任了领导工作；科尔伯格所扮演的角色是一个有些超脱的高级合作者，帮助出售、实施监督以及与公司的其他成员保持联系。1981 年，科尔伯格对长期追求了 10 年多的弗雷德・梅尔公

---

〔1〕 与雷瑟尔的谈话，1996 年 4 月 9 日。罗伯茨回忆说，KKR 开始的时候，三个合伙人决心创建一个持久的公司，但是规模要小。罗伯茨已经想到了以威明顿证券公司为模型。他说："我们根本没有想到到头来会做得这么大。"

〔2〕 这是杰拉姆・科尔伯格自己对他担任的角色的描述；与杰拉姆・科尔伯格的谈话，1998 年 1 月 22 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司收购成功;但自此之后,这个高级合伙人在 KKR 的直接参与日益减少了。秃顶,看上去很尊贵,与华尔街有着良好的联系(约瑟夫·弗拉姆,斯加达姆·阿尔普斯公司的当家,是他的一个密切的朋友),科尔伯格有一种资质,能让出售者和投资者感觉很舒适。科尔伯格说:“我们不断地与心理打交道,包括经理、卖出者、租借者以及股票投资者。我们基本上是心理咨询医生!”[1]他尤其善于使得投资者镇定下来,用一种不常见的、冒险的概念来让他们接受教育。克拉维斯和罗伯茨只不过 30 岁出头,因此,必须更加努力才能得到同样程度的信任。雷·欧吉菲,KKR 完成第一笔交易——A. J. 工业公司——的首席执行官,回忆起他最初是怎样被克拉维斯的灰白头发和安静、平易的风格所吸引的。理解年轻的罗伯茨带到桌边的敏锐就多花了一点时间。[2]

但是,尽管年轻,罗伯茨和克拉维斯当时所发展的关系在接下来的很多年内都起了重要作用。他们走遍了乡村,希望能找到偶尔的个人联系,能把他们带到可以收购的公司门边,或为某一项投资提供融资。在这个过程中,他们发展了一个由投资银行家、交易寻找人、投资者、租借者以及首席执行官组成的仍在增长的网络,并且确实起作用了:KKR 在成立的 5 年内成功地完成了 14 桩收购,除弗雷德·梅尔公司之外,都是他们孜孜不倦努力的成果。



找到合适的公司进行收购是很困难的,也极为耗时。在 1979 年侯戴勒公司收购高潮中,克拉维斯敏锐地认识到所有小公司都面临的问题:对付手头的公司总是会妨碍寻找更多的生意。他对雷瑟尔说:“我不得不在纽约聘用别的人,因为如果我把所有的时间都花在融资和监控上,我就没法出去寻找下一个交易了。”雷瑟尔那时是 34 岁的投资银行家。一个共同的朋友建议我们与雷瑟尔进行访谈,他于 1980 年 4 月 1 日加盟公司。

在第五大街小小的 KKR 总部办公室里,有雷瑟尔的第一个办公室。他说:“我有一个盒子,每次有人要用会议室时,我就把所有的文件清理到盒子里,谁去开会了,我就去谁的办公室。”在公司的第一个周末,雷瑟尔飞到洛杉矶与 KKR 的主要领导人在贝佛来山庄宾馆短暂会面,“谈论公司,我们正试着做什么,投资组合中的公司做得如何”。更重要的问题是“在寻

〔1〕 与杰拉姆·科尔伯格的谈话,1998 年 1 月 6 日。
〔2〕 与雷蒙德·欧吉菲的谈话,1994 年 6 月 16 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



找到新的生意方面，我们进展到哪一步。每个人都有一份他正在拜访的公司名单，包括科尔伯格称为'孤儿'的子公司名单"。正是罗伯茨在自然资源业寻找机会时发现的那些"孤儿"之一，后来成为雷瑟尔的第一个项目[1]——本迪克斯公司的林业产品分部。

接下来的一年非常忙，KKR的六个专业人员完成了七项新的收购，同时还在帮侯戴勒公司进行一件主要收购。这些收购在融资和行业特征方面变化很大：美国森林产品公司和弗雷德·梅尔公司，一家零售公司，都来源于KKR先前注意过的那些工业公司，并且要求新的融资策略。罗伯茨挤出了时间来招聘来自拉瑟姆 & 沃特金斯的迈克尔森——他是一家律师事务所的律师，曾帮助过KKR在西海岸的业务。KKR的专业人士会成对地出现于每桩新的交易中；交易谈妥之后，他们会继续监控。到1981年，所有那些活动——只在七个专业人士之间展开——夜以继日地进行，即使根据华尔街标准，工作时间也已经够长的了。

那一年，当29岁的迈克尔森在8月加盟的时候，公司一点都不让人感到拘谨，而其业务都是很强的，这些给他留下了深刻印象。他说："没有等级，没有管理层结构，也没有什么接下来几年我们准备做些什么的战略计划。我们只是在做业务、投资。"在纽约，雷瑟尔关心的是，KKR的有限能力正被它的业务加速步伐所超出。只有一个记账人管理东西海岸经营的账目。也没有足够的秘书能到处跑。大约有14个不同的公司要监督，一个股票基金(1980年筹措的)要管理。KKR已经到了必须将其事务纳入更具效益秩序的时候了。雷瑟尔说：

> 我们跟踪人们的承诺，以及他们已经投资的数目。我们必须为这些人提供关于我们收购公司地位的报告；我们觉得必须定期见面。我到这里的时候，那些事一件都没有做。合伙人要做交易，并且照料他们的投资。他们不想做行政。[2]

与此同时，KKR已经从原来位于纽约第五大街的办公地点搬到麦迪逊大街上的大办公室里。随着业务的增长，行政要求也在增长。1982年，经济受到高利率和萧条的挤压，公司未能完成收购，但它利用这个空隙筹集了一个新的股票基金，使自己为新一轮投资做好准备。与此同时，融资

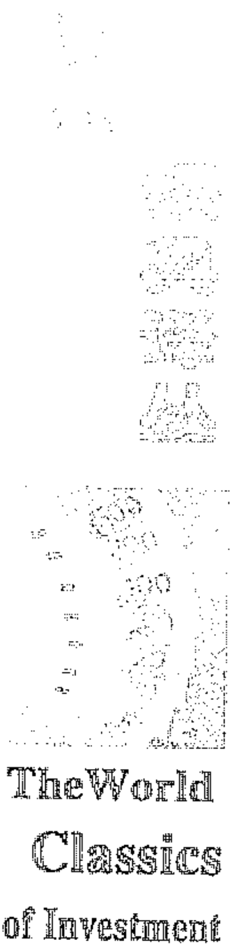
〔1〕 与雷瑟尔的谈话，1996年4月9日。
〔2〕 同上；与迈克尔·迈克尔森的谈话，1995年7月26日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与多种经营既成为公司交易活动的一部分，也成为收购本身的一部分。1993 年做成了三笔规模较小的生意；1994 年做成了 5 笔——那一年 KKR 筹措了 10 亿美元的股票基金。

扩大合作

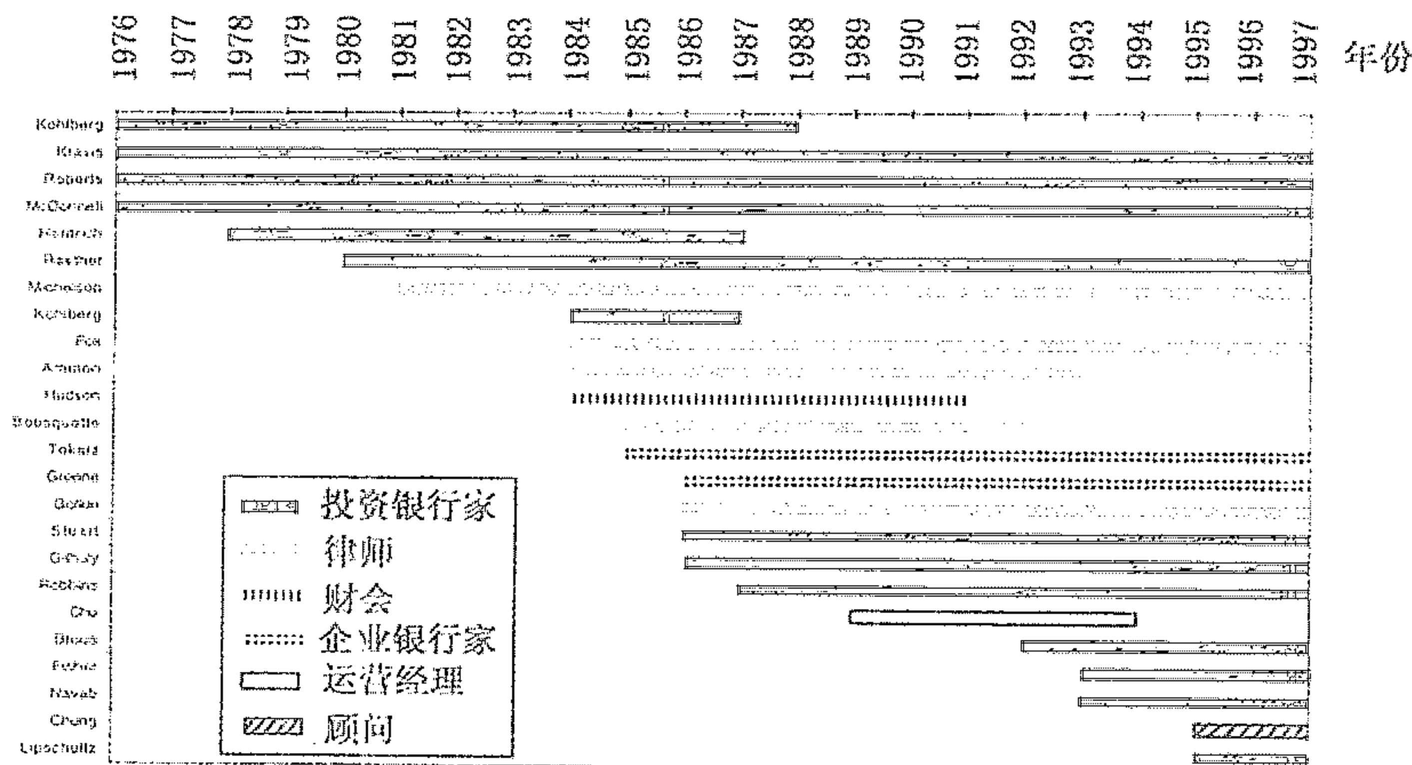
1984 年对 KKR 来说是标志性的一年。开始时有些糟：科尔伯格因为听觉神经瘤动了手术，这是一种良性脑瘤，会引起头痛，让人觉得衰弱。他有几个月不大能动，而公司的投资活动飞速发展了 2 个月。KKR 收购了埃姆斯达公司，这是一桩 5 亿美元的交易，是由科尔伯格的朋友和长期的业务盟友斯加达姆・阿尔普斯公司的约瑟夫・弗拉姆提供消息给公司的。沃迈特克工业公司，第一桩 10 亿美元的收购，不久之后也成交了。再接下来的是马龙海德公司和科尔国民公司。KKR 大大扩展了融资策略和范围，包括投标和垃圾债券。佩思工业公司那时以超过 10.6 亿美元收购，此后曲线就直着往上了。雷瑟尔说："那真正是我们改变业务方式的时候。找业务已不再是问题；我们现在必须做优先考虑，我们真正要做的是哪些交易。"



为了有助于增强工作量，KKR 在 1984～1987 年间招聘了八个专业人士，都是男性(反映了华尔街的流行文化，尤其是在并购时期)，年轻，在 26～35 岁之间。每个人都有一些在收购市场方面的经验，但是角度不同。其中三人有法律背景。像迈克尔森一样，索尔・福克斯曾在拉瑟姆 & 沃特金斯公司工作过，他是税务专家。西尔多・阿曼来自于迈耶—布朗—普拉特的芝加哥律师事务所，在沃迈特克公司收购中与 KKR 合作过。布斯凯特曾在拉瑟姆 & 沃特金斯公司做过律师，在摩根士丹利的并购部做过 KKR 的交易。塔卡尔茨和格林都是商业银行家，前者来自大陆伊利诺伊斯银行，后者来自巴克尔信托公司。他们也曾为 KKR 的交易工作过，在银行融资和贷款结构方面能提供相当多的专业技巧(见图5－3)。

1986 年，高尔金是三个新聘人员之一。他是 KKR 东海岸的顾问，辛普森—撒切尔—巴特莱特事务所的一名律师，也是普华的一名注册会计师，以及沃顿商学院的一名会计课教师。高尔金受聘监督 KKR 的股票基金，期待着他一旦在那个角色中稳定下来，他就会去做收购交易方面的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说明：每根横条的起始和终止位置分别代表个人在公司的开始和结束年份。

图 5—3　KKR 合伙人与合作者的任期和背景（1976～1997 年）

作。接下来，招聘人员开始变动；KKR 开始寻找在金融技能方面受过更多正式教育的候选人。爱德华·吉尔哈里，只有 26 岁，曾在美林工作过，刚念完斯坦福商学院。斯图尔特有在雷曼兄弟公司和麦肯锡公司工作的经历，也在泛大西洋投资公司工作过，这是一家私人的风险资金公司。罗宾斯于 1987 年来自于摩根士丹利，在那里他做兼并和收购方面的工作。迈克尔·楚使得 KKR 新的 80 年代交易缔结者们的形象丰满起来，他来自于佩斯工业公司。在那里，他在城市投资公司的成功之后，曾做过首席财务长官。[1] 吉尔哈里、斯图尔特、罗宾斯和楚等人代表新一代的专业投资银行家，不仅有广泛的经验，也具备了新计算机时代财务模型分析技巧方面深入的知识。

公司的业务流和日趋强化的筹资努力，现在要求更专业化的行政管理。1985 年，约翰·戈尔森被聘为公司的首席财务官员，萨哈塔尔·巴达拉门提作为管理员，杰瑞·苏利文是风险保险经理。安妮提·嘎纳西奥于 1981 年作为秘书加盟公司，承担了基金管理的职责。1986 年雷瑟尔和迈克尔森开始与克拉维斯和罗伯茨碰头，商量合伙股票和补偿方面的年度调整。其他合伙人会承担东西海岸办公室管理职责。

---

〔1〕 与迈克尔·楚的谈话，1997 年 10 月 6 日。在清理其资产的过程中，城市投资公司在 1984 年已经将佩斯工业公司卖给了 KKR。迈克尔·楚在城市投资公司工作过，有收购方面的经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

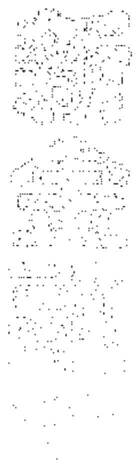
1984～1986 年间，从事交易的人数增加了 2 倍，这给公司增加了压力，必须使它与专业人员之间的理解正常化。合作开始得较慢。1981 年前，没有正式的补偿结构，马克唐纳和海德里奇都在特定的基础上获得了公司投资的股票。1980 年 12 月，合伙人作出了一个他们会作出的最主要的政策决定。他们同意给予合伙人公司所有新投资中更能预测的"经济利益"，以每年调整的百分比为基础。然而，还是没有通向总合伙的可预测的途径，直到马克唐纳——在一再敦促之后——于 1982 年被招进公司。然后对海德里奇、雷瑟尔和迈克尔森来说变得明显的是，他们有一个机会变成合伙人。4 年过去了，雷瑟尔于 1986 年才成为一个合伙人。到那时候为止，海德里奇已经远远满足了他的财务和事业志向；在他的合伙谈判续约时，他决定退到相对休闲的生活中。迈克尔森在下一年得到了提升。看来 KKR 不可避免地会拓宽它的合伙人范围，通过扩展它的业务来精心安排它的行政结构。但是，在这一切可以发生前，这些创建公司的合作者们必须解决他们之间关于公司前途的严重分歧。这个分歧将以科尔伯格的离去而告终。[1]

1984 年春夏，科尔伯格不在期间，克拉维斯负责纽约办公室的日常业务，与罗伯茨一起增强 KKR 在大公司收购中的能力。科尔伯格回来时，关于合伙人股票总量问题的讨论继续进行。克拉维斯和罗伯茨以为科尔伯格可能会退休，起码大大减少他在公司的参与，这样给其他专业人士提供股权就容易多了(到那时为止，三个高级合伙人每人控制公司约 20%的股份)。然而，1985 年初，科尔伯格向克拉维斯和罗伯茨建议达成新的合伙协议，使得他们的股票保持平等，直到科尔伯格的 70 大寿——还有 10 年的时间，并且请求在公司所有事务中有否决权。[2] 关于如何重新分配高级合伙人股权的不同意见有可能得到解决，但科尔伯格否决权的要求会改

[1] 有三本关于 KKR 的书较详细地描述了这一段，更加接近发生的事件。《门口的野蛮人》一书中将科尔伯格的离去主要归因于他身体不好，年事已高(他在 1985 年已经 65 岁高龄)。而《货币机器》一书则很大程度上依赖于与杰拉姆·科尔伯格的交谈以及靠近他的一些信息来源，勾勒了完全不同的一幅画面。在她的叙述中，克拉维斯和罗伯茨引导公司的方向。科尔伯格出于伦理方面的原因不能接受——他们的理财方式开始变得敌意起来，他们的再融资也经常会影响到其他股权合伙人。她认为，科尔伯格是被挤出了公司。第三本书，《负债的商人》(George Anders, *Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business*, New York: Basic Books, 1992)，提供了最完整的描述，主要依赖与克拉维斯、罗伯茨和雷瑟尔(然而不是科尔伯格)的访谈。安德斯试图寻找一个中间地带，详细报道双方的立场。安德斯和巴特里特重点放在个人和财务纠纷(这些都很重要)方面，而我们主要研究的是更基本的政策问题对公司的影响。

[2] 参见：Anders, *Merchants of Debt*, pp. 139～141。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



变合伙人之间的权限条件,这是不能接受的。[1]

另外一个问题也浮出水面:1984年夏天,科尔伯格把他的儿子詹姆斯带进了公司。詹姆斯为了专业网球赛耽误了他的大学教育。虽然他做过一阵子产品交易商,但他缺乏其他专业人士带进公司的经验。他在旧金山上班。在那里,科尔伯格家的好朋友乔治·罗伯茨把他收入翼下接受在职训练。詹姆斯完成了他的学位,参加KKR项目的工作,但他的表现导致了另一个冲突。1985年,老科尔伯格提出,把他自己参与红狮公司交易的股票分给他的儿子[2],克拉维斯和罗伯茨拒绝了。问题很简单:KKR是半家庭式公司呢,还是更正式的专业公司?雷瑟尔相信,在已经确定的协议外,给予任何人股权,会导致很多人退出公司。[3]

三位高级合伙人花了很长时间才找到了解决的办法,他们的争论对个人来说是很痛苦的。科尔伯格于1987年3月13日提出辞职,因此结束了这桩冲突。整个事件得到严格保密,因此,当他两个月后在KKR的股东聚会上宣布这件事时,他使华尔街和商务新闻界都大吃了一惊。[4]

科尔伯格离开了KKR,得到了比较慷慨的协议,在原来KKR收购中他的股票逐渐减少——从1987年超过20%到1998年的1%,在此基础上,他会继续参与KKR交易。[5] 科尔伯格与他的儿子建立了科尔伯格公司,进行了一轮成功的小范围收购。他们的公司成为几个家庭经营和出资公司的核心,包括一个非营利性质的慈善基金会和专门从事金融改革的组

---

[1] 与乔治·罗伯茨的电话交谈,1998年1月20日。
[2] Anders, Merchants of Debt, p. 143.
[3] 与雷瑟尔的谈话,1998年2月2日。
[4] 科尔伯格的公告同时引发了对华尔街道德规范的批评,许多评论家是批评KKR收购的。詹姆斯·斯滕哥德是第一个在书中(James Sterngold, *Buyout Pioneer Quitting Fray*),指出"观点的差异"是科尔伯格作出决定的重要因素,他是去追求那种"理性占上风"的杠杆收购交易。在我们与科尔伯格和KKR主要负责人的访谈中,我们没有发现科尔伯格退休前对KKR投资轨迹有什么根本性的不满。分歧好像更与构建和管理合伙关系的方式有关。
[5] *Jerome Kohlberg Jr. V. Kohlberg Kravis Roberts & Co.*, New York State Supreme Court, August 21, 1989. 科尔伯格指控KKR违背了其对股份投资者的信托职责,并挪用他们的资产。他的抱怨基本是:KKR没有以最高的现市价卖掉资产,而是在80年代中期给几个对自己有利的收购进行了再融资,将KKR知道其价值会上涨的股票从其他投资者手中买回来。KKR看事情的方式有相当大的不同:公司在有利的时候调整公司的资本以改善资产平衡表,以期实现更长期的收益增加,并且在获得成功时,它通常给股份投资者提供机会,或者将投资兑现退出(有些人不耐烦),或者以平等的条件继续投资。科尔伯格在调整公司资本上的立场反映了他在公司眼下的,而不是历史的股票。克拉维斯和罗伯茨与他们以前的导师达成了庭外协议,调整了科尔伯格参与公司的一些条件。

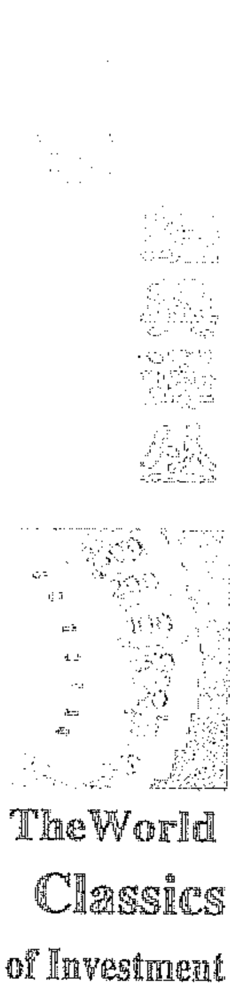
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织。克拉维斯和罗伯茨则在建立公司方面加倍努力，KKR 进入了一个收购活动超出他们预料力度的阶段。

克拉维斯和罗伯茨的关系

1988 年，KKR 生存期能否超出留下来的两位创建伙伴的生存期还不清楚。公司拥有一批稳定的、关系紧密的、忠实的、有经验的专业人士。在其麾下有几家公司，拥有良好的名声——也可以说是一个品牌。但是，作为一个实体，它几乎完全就是克拉维斯和罗伯茨。如果他们被汽车撞上的话，公司生存就有麻烦了。他们参与公司的每一次交易，在每个成员公司董事会都有席位。他们在公司里也具有独特的领导地位，引导它的战略，确立公司的文化标准和风格。在外界，他们确立了强有力的个人声誉，在投资界建立了宝贵的关系。幸运的是，他们只有 45 岁；放慢脚步是他们最不会想到的事。索尔·福克斯说："他们不想做流星……他们要建立的将是超出他们的生存期限的。"[1]

他们试图让公司机构化，部分地通过榜样的作用。罗伯茨说："我们希望克拉维斯和我相处的方式会给我们的年轻专业人员上一课。"[2]根据他们的同事所描绘的形象，克拉维斯和罗伯茨从小就是朋友，成功地缔结了一种亲密无间的关系，对那些跟他们一起工作的人来说一直是个奇迹。他们两人是表兄弟。在克拉蒙学院的时候就是很铁的朋友，罗伯茨比克拉维斯早一年毕业。两个人个头都不高，但都绝对具备领袖魅力。他们每个人存在的力量足以引人注意，并且通过智慧的力量保持住这种注意力。他们都是一个世俗时代的绅士——表达清楚，彬彬有理，在社交场合举止得体。两人都是创业型的，精力充沛，对他们的生意超常地热情，毫不松懈地推广他们的观点。他们是表兄，但不是双胞胎。克拉维斯是公司更为公众熟悉的一张脸，他的个人生活和慈善活动充斥着报纸专栏。他天生更善于交际，在建立联系方面显得主动，在纽约城的社会主流中游刃有余。而对罗伯茨来说，纽约是十分讨厌的，他尽量避免聚光灯（公众注意力），好像聚光



[1] Anders, *Merchants of Debt*, p. 276.
[2] 与乔治·罗伯茨的电话交谈，1998 年 1 月 22 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



灯会让他得皮肤癌。他总是喜欢西海岸和加利福尼亚更安静的环境。在那里，他喜欢与家人在家中度日，偶尔也在斯坦福大学法学院教教书。他比他的表兄要矜持些，说话很简短，举止很认真，然而，在建立业务关系的技巧方面一点也不差。他的方法是一对一地找人，而他的表弟克拉维斯则更喜欢在一大群人中寻找。

两人在战略思维和做交易的敏锐方面都得到很高的尊重；他们理性方面的差异虽然值得注意，却是微妙的。他们的合伙人认为，罗伯茨更富分析力，而克拉维斯则更多地靠直觉。罗伯茨对事情的解释简单明了，精确度高。克拉维斯则更可能用生动的富于想象力的语言来打动他的听众。在生意过程中，罗伯茨擅长于设计复杂的金融结构，而克拉维斯则更多地跟经理们和金融机构一起工作。然而，在评估交易、收支账单等方面，两个人都绝对是行家，并且两人都善于与人相处，克拉维斯认为这个素质对他们的成功很重要。[1]

根据他们的伙伴们所描述的，使克拉维斯和罗伯茨与众不同的是，他们在处理大量细节时具有超人的能力，在任何一个交易中都能使两个或三个决定性问题概念化。KKR 合伙人尼尔斯·布罗斯回忆起他加盟公司后不久，罗伯茨带给他的印象：

> 我们在门洛公园碰头，研究在一个行业投资是否有意义，并且已经找到了一个有潜力的目标。差不多有 10 个投资银行家组成的小组同我们一起分析了几个星期，他们中有些人级别很高。罗伯茨到那时为止并没有参与，但他们加入了进来，听取了目标公司情形使得交易不能操作的所有原因。他几乎是马上建议构建交易的另一种方式，使得交易具备可行性。其他没有人意识到这一点。投资银行家们惊呆了。我也惊呆了。[2]

布罗斯很快就了解到，克拉维斯也有这种能力——也许是经验使然，但更可能是一种独特的能力，为他俩所独享。布罗斯发现很难解释。同样很难解释的是，为什么两位高级合作者看上去几乎从来没有严重冲突。罗伯茨说："一个公司在纽约，一个公司在加利福尼亚。两个办公室都充满志

[1] 与克拉维斯的谈话，1996 年 4 月 24 日。
[2] 与尼尔斯·布罗斯的谈话，1997 年 12 月 11 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向远大、富有进攻性的人，很容易引起争斗。但我们努力地使之运转起来。”这对表兄弟尊重对方的地盘。雷瑟尔说：“罗伯茨从来没有试图告诉克拉维斯怎么管理纽约的公司，反之亦然。”这种相互适应以表面方式显现出来。克拉维斯要他的工作人员在所有时候都穿戴正式，女性雇员穿裙子。罗伯茨则可能穿着衬衣去上班，门洛公园的秘书则穿牛仔裤。虽然这类外部的差异从来都不会深入，但它们反映了两位高级合作者之间的妥协。

在更基本的战略和政策问题上，默契是必需的。在公司更广泛的理事会内，高级合伙人之间的意见分歧偶尔会闪现一下，但很快又烟消云散。克拉维斯说，他们两个人之间一直有一种默契，以持久的尊重来相互对待。任何一方在没有得到另一位同意的情况下，不做某件重要的事；在一件大事上的分歧不解决，就不采取什么行动。就是基于这个基础，KKR 没有投资几个交易，不管是好是坏。罗伯茨说：“我们希望我们给予对方的相互尊重能渗透到整个公司。我们希望我们其他的合作者们学着以同样方式相互对待。”〔1〕

克拉维斯和罗伯茨完全同意的是，他们要做的是何种业务，他们希望他们的公司根据何种价值观生存，以及他们要使他们的公司具有什么样的未来。他们一直希望 KKR 不仅仅是为他们的交易提供组织上的方便；并且，这种愿望慢慢进化了。到 80 年代末，他们有意识地努力建立一个能超越他们生存年代的公司，一个持久地反映他们价值的合伙关系。



这些价值的核心就是团队工作。这在三四个人之间是容易做到的，但在 20 或 30 个人之间就难多了。大部分专业公司声称他们相信这一点，问题是怎么保证。在 70 年代和 80 年代，华尔街变成一个几乎纯粹是以交易为导向的市场。在这种高度个人化的文化中，团队工作充其量只不过是一个客气的口号；但在长期价值创造方面，对公司来说，这绝不是微不足道、不值得关注的。成功的收购需要几年持久的关心。任何一个人都不能单独完成保证交易有利可图所必须做的所有事情。杠杆收购协会的本质要求普通合作者和 KKR 合伙人之间的高度合作。

〔1〕 与罗伯茨的电话交谈，1998 年 2 月 2 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融激励机制

当公司内部的信息流动快，能得到相互间的援助时，寻找交易、谈判、融资和监控的作用就会更好。交易谈崩时，为他们的疏忽负责的合伙人必须尽最大努力使得出借人——如果不是股票投资者——不遭受任何损失。他们不能越过这个而马上进入下一个看上去更有利可图的交易。在收购中，每个关键阶段对创造性思维的要求是很强烈的。这种思维只有当交易缔建者相互合作时才能得到加强。从一个机会初露端倪到最后的转让，很少有自由决定的余地。合作是本质所在。因此，每次他们招聘新的人员时，KKR 的合伙人寻找气质方面比较能跟其他人合作的。一旦招聘后，新的 KKR 专业人士接下来就要建立金融激励体系，以便鼓励他们的合作本能茁壮发展。

从基本轮廓来说，这个系统挺简单的公司为专业人士提供了两种方法，以赢得工资以外的补偿。一个是通过组合公司的股票，从加盟公司的那时候起，一个合伙人就得到权利去购买公司在那一年所成交的所有收购公司的股票。提供的数量随着合伙人在公司层次的提高而增加。除此之外，12～18 个月之后，该合伙人会得到固定比例的公司奖金。奖金比例大约等同于公司那一年的盈利：它包括所有公司的收入费（交易费、管理费以及保留费），加上每笔投资的 20%的资金收入（代理佣金），以及当年的纯运作费用。每个专业人员的奖金比例在年初的时候定下来，就是为了避免年终奖方面的竞争。罗伯茨回忆起他被迫依赖科尔伯格，来与贝尔斯登行政委员会争取他的年终奖金。“我不喜欢那一点，”他告诉雷瑟尔。雷瑟尔解释说：

> 我们没有遵循通常的投资金融程序。岁末，你拿着你的名单走进去，你说：“我做过这个和那个交易，赚过这笔和那笔费用，因此如果我的奖金不是我所认为的那样，我就不干了。”[1]

每年初，公司的最高级成员（早年是科尔伯格、克拉维斯以及罗伯茨；

[1] 与雷瑟尔的谈话，1996 年 4 月 9 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来是克拉维斯、罗伯茨、迈克尔森和雷瑟尔)会决定每个专业人员的奖金比例。这个政策使得以长期成功为目标的行为可以得到奖赏。在KKR的制度下，不做新的交易，奖金比例也能增加，正如没有找到交易也能成为公司的合伙人，为那些经营不好的公司解决问题，筹集股票基金，在行政责任方面花时间。所有那些事都重要，只要高级合伙人能够认识到这样的活动支持小组的努力和KKR投资的长期价值。[1] 随着合伙人级别提高，随着不同专业人士对公司的贡献发生变化，奖金比例慢慢地在调节。[2]

分享公司利益的并不仅仅是投资专业人员。所有支持人员，包括公司的秘书、接线员、厨师、邮件间的人——每个公司雇用的人——都得到公司交易的"影子股票"(合作者和合伙人设立的他们自己参与投资的基金)。这种更广泛的参与帮助发展了整个组织的专业风格、坚持不懈的礼貌、及时反应、严守机密、不过分在意时间，等等。

KKR的补偿哲学加强了长期思维和忠诚，这些对KKR投资的成功是很重要的。忠诚也取决于精英教育的感知和现实。在一个合作型的公司，几乎没有什么等级，优秀主要是以金融方向为标志的。因此，科尔伯格离开的时候，他退出参与的时间表对年轻的专业人士来说就成为一个重要的股票来源。克拉维斯和罗伯茨也继续减少他们自己在公司的股票，使得年轻的合伙人不会因为担心没有升职的机会而离开公司。

有人可能会认为在一个竞争性很强的市场，这类分享利益的计划注定要失败。业绩明星们毕竟可能会受到诱惑而离去。这种诱惑包括他们的个人贡献会得到更多的股权，以他们能带来的生意、他们能完成的交易数量等作为标准。许多传统的带有同事补偿计划的律师行，在20世纪80年代都拆开了，因为能呼风唤雨的人变成了需要这种才能的市场上的热销产品。传统的有着强烈大学文化的华尔街投资银行也面临相似的压力。[3] 80年代，收购竞争更加激烈，十几家小服装商店公司与收购部同时出现，而且是在已有确定地位的投资银行，才能是甚受欢迎的。但是1976～

〔1〕 与克拉维斯的谈话，1996年4月24日。

〔2〕 当合作人应邀作为伙伴加入公司的时候，他们在其中的比例有所增加；但是主要的区别在于，伙伴们正式参与公司控管的讨论，并成为与公司财务状况有厉害关系的人。与克拉维斯交谈，1998年2月24日。

〔3〕 有关投资银行的内部运作方面的文献很缺乏。参见：Robert G. Eccles&Dwight Crane, *Doing Deals*: *Investment Banks at Work* (Boston: Harvard Business School Press, 1988), Chap. 6～8。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年间，索尔·福克斯辞职去建立他自己的收购公司时，没有专业人士自愿离开 KKR 去进入竞争性很强的行业。起码有三个因素能解释这一点。



首先，KKR 不是在明星体制上招聘的。克拉维斯说："没有人是因为超越了我们年轻的专业人士而被招来的。我们决心培养自己的专业技能。"公司试图招聘那些性格尤其适合团队工作的人，这些人的潜能在一个同事合作的背景下得到最好的发挥。

其次，KKR 自己的"明星"，尤其是克拉维斯和罗伯茨，认为不应去要求公司年度的收益对他们自己有长期的好处。科尔伯格的离去，从财务方面来说，使得公司的年轻成员们有了更多的空间。

最后，即使是你想在别处能挣到更多的钱，KKR 提供的工作环境的合作气氛对于它所招聘的人员来说很有吸引力。

非财务管理

KKR 的报酬体系是为了保持实力和使团队工作保持平衡。但财务激励机制并不是唯一保证合作行为的办法。在公司每个成员中间推进合作行为和价值在招聘过程中就开始了。只有在所有合伙人都相信应聘人具备了创造性和谈成交易所要求的智力水平和分析技能后，他才会被最终聘用。他是否适合公司的文化，做团队的一员，长期留在公司参加收购？KKR 的高级成员之一迈克尔森解释说，问题是怎么找到那些不适合华尔街要求的候选人。公司怎样才能评测业务判断、智力可信度、个人品性的正直等方面难以描述的素质，以及不同于大部分投资金融公司所预期的那样，一种让个人得到承认的愿望和经济利益，服从于整个团队的福利的能力？[1] 是否可能找到有足够强的既能做团队队员又能不人云亦云的人？这在说法上是否矛盾？迈克尔森不这么认为：

---

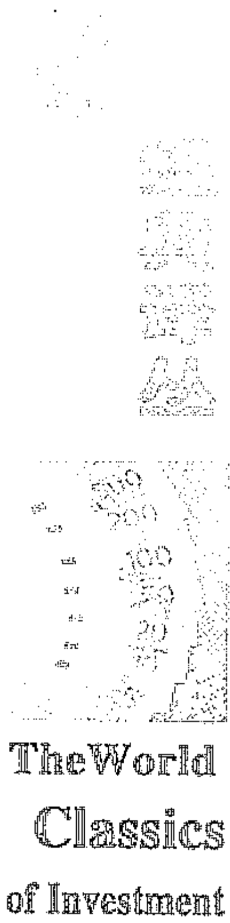
〔1〕 与迈克尔森的谈话，1995 年 7 月 26 日。"如果你碰上另一家华尔街公司的雇员，是个怪人，你会作出结论，公司的每个人都是怪人。KKR 有 21 个人做交易。人不多，但每个人都能影响到外面人怎么看我们。很多时间我们有很年轻的人在外单独操作，我们必须确信这些人能很好地代表我们。这些人很自信，但当他们快要做过头的时候，他们必须能有判断理解的能力。我们寻求的是价值、判断、成熟，以及专业能力和绝对的聪明才智。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里做事的方式有一种本质上"买进来"的味道；但是人们买进后，我们并不希望他们唯唯诺诺。我们需要他们能从不同角度去独立思考，得出不同的观点……我们鼓励这些，我们需要这样。对于一个创造性过程来说，这是必需的。总之，我说的话可能有点矛盾，但实际上它并不矛盾。整个问题已经过反复思考，我相信我们找到了一个解决问题的明智方法。[1]

因此，虽然合伙人并不是生来就平等的，虽然主要领导人之间的经济收益不同，但任何来源的观点都同样得到考虑。塔卡尔茨回忆起1985年上班的第一天，他在加利福尼亚参加的第一次KKR会议："我们打网球，谈论我们各自的理想。我们相互交换对所有问题的看法。我们谈论我们正往何处去。我们提出建议，也提出问题。"他记得与所有专业人员集中起来坐在一个房间里相互交谈时的情景：

你是不是合伙人并不重要。你想说什么就可以说什么。很明显，你级别越低，你对所发生的一切了解得就越少，因此，你听得多，说得少。然而，尤其是罗伯茨和克拉维斯总是询问我们的意见。这是在一个很温暖的环境下来讨论事情、表达意见，并且感觉参与在整个过程中。[2]



这种智力平等的精神在战役的高潮中起了很好的作用。在《门口的野蛮人》一书中，有比较感人的一段描述了KKR考虑最后改为RJR纳比斯科竞标增资一事的那天，每个KKR专业人员都集中在克拉维斯办公室里开会的情景。虽然年轻的合伙人经常厌倦这些不断的重复，但罗伯茨和克拉维斯还是像往常一样开始他们的讨论。第一个发言的是斯图尔特，他是出席会议的最年轻的成员。这就使得公司年轻的成员们不会感觉他们必须遵循他们的上司们已经发表的意见。当罗伯茨表示了他的担扰，然后克拉维斯宣布除非罗伯茨同意否则什么事也做不成时，是格林说服了众人应该进行下去，而他作为合伙人在旧金山办事处工作还不满3年。[3]

一个不断出现的问题是怎么阻止公司过于成熟，因而失去创业精神和

〔1〕 同上页注。
〔2〕 与迈克尔·塔卡尔茨的谈话，1996年4月17日。
〔3〕 Burrough&Helyer, Barbarians at the Gate, p. 450.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



创造力。鼓励年轻合伙人说出他们的想法，可以帮助高级合伙人对新观点采取开明态度。其他习惯可以加强交流。除非去了外地或忙于公司其他事，KKR 的主要领导人会在办公室里一起吃午饭。KKR 的主要领导人邀请同事和客人参加会议变成一个惯例。这样做的原因常常不过是为了了解某一个行业的一些新的情况。

在更正式的基础上，KKR 每年至少召开三次只有专业人员参加的会议——经常会同时举行运动项目——既没有配偶，也没有客人拖后腿。会议大部分是关于广泛的战略性的和结构的问题。也有些场合是小组和专业人员间的双边讨论，使他们了解正在进行的交易情况和控制方面的事。东西海岸办事处每周一次的专业人员会议也是正常日程。（在 90 年代，两岸由周一早晨的电话会议连接起来。）所有这些会议从某种程度上说，形式是自由的。日程定下来，但控制得并不紧。

控制得更紧的是公司的职业道德标准，这是不断讨论的。对 KKR 来说，尤其重要的是实质和外表的适宜性，因为他们是在一个受人怀疑的、还不算敌意的环境中工作。“我们总是在寻找桌子中间，”格林说。迈克尔森记起他刚开始工作时得到的警告：

> 我们所做的一切都将受到严格的推敲。我们对我们的合伙人、我们自己和我们的家庭负有责任。任何错事我们都不会去做……我们只做经过深思熟虑的事。如果有职业道德方面的问题，或者外表上的事，我们会坚持正确的，我们不能被怀疑。”[1]

KKR 的交易通过了税务审核的不断袭击，没有一位公司成员受到了哪怕是闲言碎语的牵累。公司的批评者们可能会抱怨它的费用，因为在围绕公司交易出现的丑闻中，由于使用债务而责备它，或谴责它是令人沮丧的经济过程中的一部分；但作为个人，KKR 的主要领导人在他们的专业行为方面被认定起着榜样的作用。自然而然地，专业人员们让公司会计把他们的税收资料准备好。在公司自己交易的限制之外，先进行投资，在公司内部和外部的交易中尽可能地当机立断。这一点一再被公司的高级合伙人所证明，他们为 KKR 和它的投资者之间的相互信任而感到自豪。罗伯茨认为名声就是一切，他担心真实的和感觉到的利益冲突。罗伯茨当然能

〔1〕 与迈克尔森的谈话，1995 年 7 月 26 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出证据表明正直很重要。就像丹尼尔·戈瑞姆送给他的纪念品一样。丹尼尔·戈瑞姆是华盛顿州投资委员会的成员，这是 KKR 最早的机构投资者之一。

> 经过所有这些年和所有详细的审读，我不记得任何一件事，任何人表示你说的任何事都不真实，你所提供的信息不正确，或者你曾做的任何事不道德……在我的脑海中，我从不怀疑你的成功应该归因于你一次又一次建立的个人和专业信任。[1]

KKR 的专业人士们相互之间以及与其他人之间发生的联系方式中有更微妙的控制。格林说："这里对人相当尊重。这一点渗透在整个组织之中。"克拉维斯和罗伯茨一直在观察 KKR 的专业人士是怎样对待下级的，正如罗伯茨所说的，"他们不一定非得善待那些人"。任何人如果让客人等太久，就可能会被批评。求职的人如果对办事人员表现出居高临下的态度，则决不会被考虑。

同年龄间的尊重被认为对公司的成功是绝对关键的。它加强了同事合作关系。恶意中伤是被诅咒的；加盟公司的人很少会发现小心眼的政治或个人谣言。克拉维斯常常尽量不动声色地这么说："在这个地方，我不会搬弄是非。没有玩政治的余地，也没有时间让任何人去诽谤别人。在任何情况下，我们都不会容忍那些。"[2]

派系、办公室联盟和利益团体就像极端个人主义一样对公司价值有害。一位合伙人很惊讶，在 KKR，即使是非正式讨论都常常远离"内部问题"，不管是个人的还是其他的。他说："我们总是一致对外。我们考虑竞争以及如何得到下一个交易。我们正是这样消耗我们的能量，99%是这样的。"[3]



就像富有生产力地去发掘个人能量很重要一样，维持个人对不断加重的劳动的热情是很重要的。KKR 合伙人声称，他们相互间都非常警醒，不鼓励过度工作——疲惫的专业人士们被鼓励休假，花更多的时间与家人一起。正如罗伯茨所说的那样，"去料理真正重要的事情"。但是，努力工作

〔1〕 戈瑞姆给罗伯茨的信，1996 年 12 月 30 日，KKR 档案。
〔2〕 与克拉维斯的谈话，1996 年 4 月 24 日。
〔3〕 与纳法布的谈话，1997 年 11 月 21 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个相对的概念，收购专家可能会面临拖延了的紧张安排——一天12～16小时是常见的，尤其当交易正在谈判中或要求密切注意交易后的问题的时候。对于刚开始工作的年轻人来说，艰辛的工作可能是令人兴奋的万灵药；但对老手们来说，这是很没有劲的事。磨擦主要来源于公司急速发展的步伐所引起的心理压力或者个人兴趣方面的改变。海德里奇退休早，阿曼和布斯凯特于90年代早期离开公司，分别成了一家印刷公司和拍卖行的首席执行官。[1] 迈克尔·楚记得在会议室里工作到深夜，"你对着律师和投资行家们，你看着窗外，说，有一天……"他于1993年离开，成了艾克信的头目，这是一家非营利机构，主要是推动拉丁美洲微型生意的发展。

雷瑟尔问道："那么，我们是怎么留住斯图尔特和罗宾斯的？是怎么留住吉尔哈里和高尔金这些精力充沛的年轻人的？你是怎么使他们专心于手头之事而不至于要离开公司去建立他们自己的公司，做他们自己的事？"答案是让他们参与更多的决策，提高他们的奖金份额，给他们更多的权力。纳法布是这样说的："他们给我们一份慷慨的公司股权，并且有权力和机会走出去寻找下一个交易，以及一份责任让公司相信那是一笔好的投资。我认为那类事情使工作显得很重要，给人以成就感。"[2]

很多KKR的专业人士在追逐财富和地位的个人欲望已经减退后，还待了很长时间。资深的迈克尔森解释了他自己在公司任职15年多的原因。他说，钱已经不再能迷惑他了，"在这里工作纯粹是乐趣使然"。[3]

迈克尔森最喜欢KKR的是它的道德文化。这种文化强调专业人士间同事般的合作、对人的尊重、道德上的正直，这在金融世界里是很难使之制度化的。持久的合伙关系也一样。像拉扎尔德·弗里雷斯和高盛这样的公司是绝对的例外而不是常规，它们的服务覆盖了超过KKR市场的一系列更广泛的市场；而KKR们的市场则一直是小范围的专业性很强的公司。KKR的文化和经营制度到80年代末时已得到很好的定义，尽管杠杆管理收购的兴旺时期已经开始退潮。所有迹象清楚表明，KKR服务的市场正在发生变化。

[1] 阿曼想要经营一个公司，成为巨花出版社(Big Flower Press)的老板；布斯凯特成为索斯比(Sotheby)的CFO。
[2] 与纳法布的谈话，1997年11月21日。
[3] 与迈克尔森的谈话，1995年7月26日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个简单的事实是，任何行业的大部分公司都没能活过他们的缔结者们。既然华尔街的大部分公司都特别脆弱，就像机构停办一样——其主要特点是昙花一现般的公司人员，很容易受到环境变化的伤害；而像 KKR 这样小的合作公司不仅是一个寿命短的现象，这个结论并不过分。另一方面，它的名声是伟大的；它的合伙人依然年轻、忠诚，根本没有失去灵敏的迹象，他们具有熟练的创造力。但问题是：他们怎样才能很好地适应 90 年代不断变化的现实呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　融入主流:20 世纪 90 年代的 KKR

KKR20 多年间所涉及的业务,一些一直部署的最根本的计划,今天已被现代公司化的美国所接受;人们可能很难记起,当 KKR 在 70 年代和 80 年代推行这些计划时,这些原则曾显得多么激进。

——约瑟夫·格兰德法斯特(Joseph Grundfest)
斯坦福大学法学院

一旦 KKR 成功地为大规模管理收购打下基础后,它发现了发生在所有企业身上的共同现象:市场成熟,利润吸引了竞争,并且创新也变得平凡。1997 年,据估计有 800 家"杠杆收购股份"合伙公司。大部分都是小的精品店,但整个市场也已挤满了熟练的从业者们。管理收购是如此广泛,以至于你必须停下来想一想,KKR 是怎样在 20 年内从不为人知开始发展起来的。

当他们于 1976 年建立了店铺来实施他们收购小公司的非同寻常之计划时,KKR 的创建者们似乎有迹可循,但外人几乎很难预言其取得什么样的成绩。以"鞋带"融资已经在美国金融业不为人知的公司间成功实行了至少 20 年;但对华尔街的大部分人来说,高度杠杆的收购艺术仍旧是一个谜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对那些帮助 KKR 早期投资、融资的一小群个人和机构投资者来说，收购看上去是财富创造的一个很特别的形式，适合增长缓慢的行业中私人拥有的、现金充裕的公司，KKR 的第一家有限合伙股票基金高达 3.45 亿美元，这在那时看来是很丰足的。KKR 不满足于总是小公司投资者，于是不断磨炼寻找融资和监控方面的技能。1979 年，公司让金融界(和证券交易协会)大吃一惊，他们借贷 3.8 亿美元收购了一家上市公司——侯戴勒工业公司，"将其变为私有"，希望能通过财务和经营改革来改善公司的现金流。收购侯戴勒不仅是一笔简单的交易，它为 80 年代杠杆收购的快速增长确定了舞台。

KKR 与越来越多的出借者和股票投资者一起开发了更大的机会。年复一年，随着 KKR 投资在规模上的增长，投资的范围也在增大。公司原来在杠杆基本生产方面的实践到 80 年代扩大到包括美国许多行业在内的大范围的公司：易坏的消费者产品、广播和有限电视、食物和专业零售、包装、印刷、出版、房地产、森林产品和自然资源。几乎没什么意外，它的管理收购给股东带来了不寻常的回报，即使没有提前，也准时偿还了出借者(见附录)。

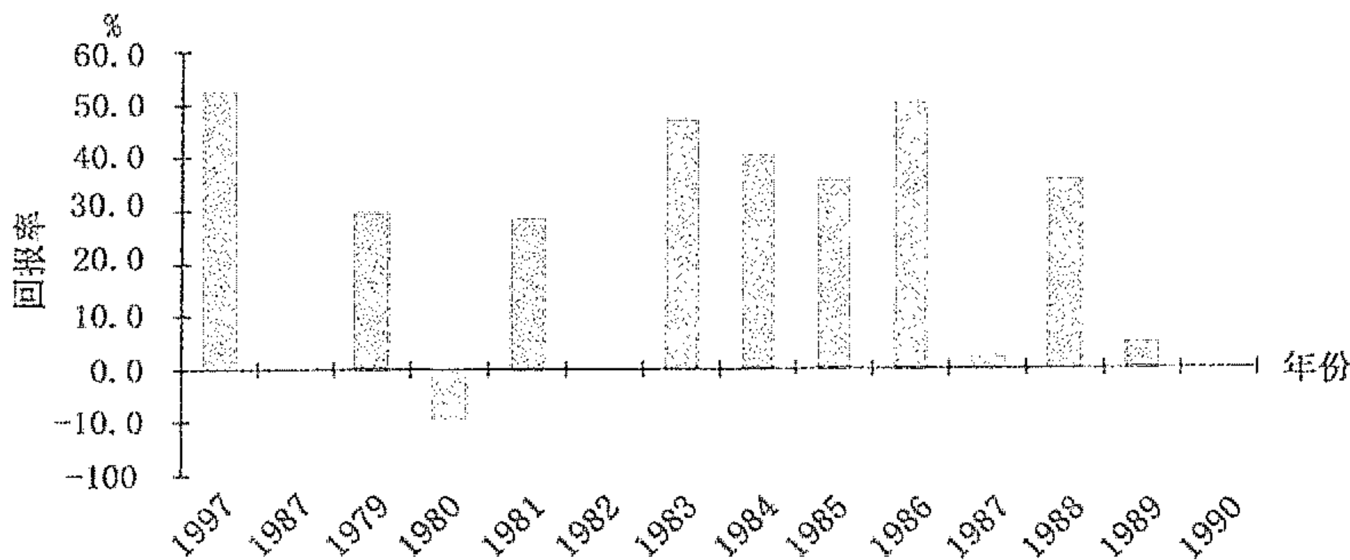
1984 年以后，对高收益或垃圾债券日益增长的市场需求，使更大规模的收购可以得到不同层次借贷的融资。因为有了在调动收购融资方面盖世无双的技能，KKR 开始进入公司管理的中心市场。1986 年对彼特莱斯公司的收购证明，即使是最复杂的病弱公司，也能通过管理收购后的价值创造技巧来恢复健康。4 年后，随着 80 年代兼并潮的退却，KKR 比少量巨型工业公司管理着更多的资产。



只要收购市场小，KKR 很少需要面对来自竞标者的严重竞争。我们开始看到，80 年代中期情况起了很大变化。收购技巧得到合格的和不够合格的从业人员更广泛的理解。随着竞争变得更激烈，公司管理的市场变得过热起来。所有的公司资产提高到更高的水平，杠杆交易越来越具风险，收益也没有 80 年代高了(见图 6－1)。然后，1990 年，正在扩展的杠杆收购市场所超越的兼并浪潮骤然结束。垃圾债券市场的崩溃以及新的调节压力使得高杠杆交易更难融资了。受到越来越激烈的各个方向的挤压——差的市场条件、政治压力、公众敌意，收购即使没有注定失败，也似乎永远地失去了活力。然而，同预期的相反，管理收购随着 90 年代的发展找到了新的生命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





说明：每个年度的回报率是股份的平均回报（由每个交易中股份投资加重），包括 KKR 进行收购的每一年。

图 6—1　开始投资年至 KKR 收购的股份回报（1977～1990 年）

一个第五次兼并浪潮（或者正如罗伯茨所称呼的，也许是“兼并浪潮 4-B”）[1]在 1992 年后开始加强，甚至比以前涉及更多的公司重组。美国的兼并和收购交易在 1997 年一年总值发展到 1 万亿美元，还仍旧看不到尽头。高层次的公司重组活动，包括管理收购，已经成为整个国家经济生活中持久的特色。到 90 年代中期，收购是机构股票投资组合的一个标准组成部分，为他们现在称为的“个人股票”提供了足够的空间—— 一种更高风险、更高回报的融资，也包括风险资金和不成功的证券投资（见表 6—1）。

表 6—1　完成了的美国兼并和收购、杠杆收购以及 KKR 基金杠杆化收购（1991～1996 年）

年份	并购	杠杆收购	杠杆收购占并购的比例（%）	KKR 基金的收购*
1991	3 126	166	5.3	2
1992	3 512	207	5.9	3
1993	3 890	158	4.1	1
1994	4 588	155	3.4	0
1995	5 513	163	3.0	6#
1996	6 145	148	2.4	2

* 排除内建的投资。同样值得注意的是，这个期间不是所有 KKR 收购都高度杠杆化的。

〔1〕 与乔治·罗伯茨的交谈，1998 年 1 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

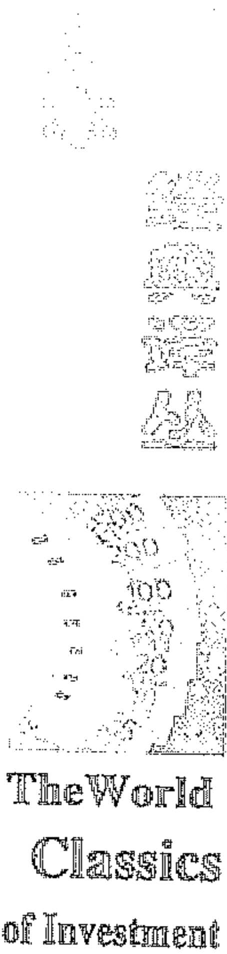
包括包尔顿公司。

资料来源：Securities Date Co.，KKR 档案。

因此，一个曾经让人奇怪的融资策略从公司融资的边缘进入了主流。90 年代管理收购的典型杠杆比 80 年代要低。80 年代，在金融行业的内外，人们都带着尊敬、畏惧和怀疑混合在一起的复杂感觉看着它。收购的基础原则——使经理们和所有者们的利益一致，坚持更多地对投资者负责任，实行更严格的董事会监督——渗透在整个国家的大公司的行政人员和董事会里。[1] KKR 的迈克尔森这样说道："收购变得更为公司世界所接受。我们在 80 年代所做的一切，现在整个商务世界都在做。"[2]

从收购到建立以及更多

随着新十年的开始，KKR 的问题是怎样保证公司的持续活力。在一个管理收购竞争更加激烈的市场上，好的交易会更难找到，80 年代初的高回报率也就更难做到了。即使二级的债务市场从 90 年代早期的垃圾债券崩溃中恢复过来后，用于收购的债务相对需求来说也显得较浅。需求不仅来源于专业公司急增，也来源于刚形成的大商业和投资银行的杠杆收购部门，并且随着股票市场刷新了 1990～1991 年衰退后的新纪录，正是那些资产的战略购买者处于最佳位置配置股票和现金来主宰兼并和收购市场。



不仅是对 KKR，对所有杠杆收购公司而言都面临更困难的环境。然而，聪明的企业不断寻找新的生存和恢复的方式。更具创造力的杠杆收购公司找到了它们能更容易利用它们自己公司长处的适当方法。那些有转产管理技能的公司，像克雷顿—杜比利尔—莱斯，在大公司碰到麻烦的部门之间寻找机会。其他公司把注意力集中在一些特殊行业，它们能给这些行业带来新的管理和融资技能。有些选择小规模，集中在几个最好的交易上(科尔伯格适合这样的描述)。还有其他的——如黑石集团和卡利莱集

〔1〕 参见：Bennet Stewart，"Remaking the Public Corporation from Within"，*Harvard Business Review* (July，1990)，pp. 126～137。该文提倡使用"内部杠杆收购"，这样，公司可以不需要将分部的股份出售或大量借款就可以模拟分部的杠杆收购的规范和激励机制。

〔2〕 与迈克尔森的谈话，1995 年 7 月 26 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



团——在联合收购中与战略购买者进行组合，给公司增加了股票资金和成熟的金融技能以及敏锐的、专业方面的知识。威尔士—卡尔森·安德森·斯道维公司，是一家保健和信息工业方面的专业公司，除了其交易的股票外，还提供了大部分次级借贷融资，使它能够与战略购买者们在它的行业位置上更直接地进行竞争。[1] KKR 竞争方面的优势依赖于经验和专门技术的综合。它能利用经济学家称为强有力的“首动者优势”，实际上没有其他收购专家能做到。在履行义务方面，KKR 享有长期的声誉。它已经积累了在各种投资条件下在广泛的行业间为收购融资的经验。也许最重要的是，它表现出一种能力，能吸引、培训、打动和留住有才能的从业者。它的组织的稳定性增强了它的机构声誉和经验。KKR 会在收购市场继续利用这些优势。

然而，为了成功，KKR 必须继续创新。随着 80 年代兼并浪潮的平息，公司已经开始超越它收购融资的一般模式。在两个未经考验的行业——银行业和出版业，公司显示了通过进行创新投资来对付突变事情的能力。1988 年以及 1991 年下半年，尽管收购的政治障碍特别严重，但 KKR 还是在银行业方面追求理想的目标。首先，它投资第一州际银行，以此来试试水的深浅；然后，虚晃一枪之后，它与弗里特金融公司以一半对一半的合资方式设计了新英格兰银行收购案。自从与联合信号公司收购德州联合石油公司之后，这是 KKR 第一次与一位战略合伙人进入一桩交易。1989 年创建 K-Ⅲ控股公司(现在称为 Primedia, Inc.)，这是 KKR 和一群经理们之间在没有原始资产情况下的一种收购合伙关系。这种合伙关系的任务就是寻找和收购专业信息媒体领域的公司。在 K-Ⅲ的建立过程中，KKR 有效地将杠杆收购功能“引资”给确定了相关业务的受信任的专家。

K-Ⅲ的故事以一个收购尝试开始，结果创造了一个新的公司收购载体。

1988 年，麦克米伦集团——一家公有的出版公司，在投资商罗伯特·巴斯主动提出出价购买公司后进入了角色。当英国出版大亨罗伯特·马克斯维尔加入了这场闹剧时，KKR 给公司一个白衣骑士的报价，但未能解决马克斯维尔少有节制的花费嗜好。他那超过 26 亿美元的出价赢了。然

[1] Jay R. Allen, "LBOs — The Evolution of Financial Strategies and Structures," *Journal of Applied Corporate Finance* (Winter, 1996), pp. 26~28. 该文提供了有关不同杠杆收购公司战略的更详细的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，在它应该付出的勤奋努力中，KKR 对麦克米伦了解到很多。KKR 渐渐熟识了它的几位高层经理，包括总裁威廉·雷利和副总裁百弗里·谢尔，以及首席财务官员查尔斯·姆卡迪。这些人没有一个因为将要为麦克米伦新主人工作的前景而感到兴奋的。

1989 年 1 月，KKR 主动提出在一家新成立的公司里支持这些行政官员们，这个公司就是 K-Ⅲ，从马克斯韦尔那里把他们争取过来，答应他们新公司的所有权分开——公司的经理们会拥有 25%的股票。也许对 K-Ⅲ的未来而言，对管理人员们更具诱惑力的是，他们将能够从头开始建立自己的业务。

K-Ⅲ的战略扎根于以下的判断，即那些能够提供实在内容的人会被委以较好的位置，以便利用远程通讯和媒体快速变化的销售办法。

K-Ⅲ的经理们被授权在与 KKR 商讨发展前景后确认和追踪收购目标。收购目标区分为“母系船”——能独自站立的大公司，以及“小鱼”——能融入已有 K-Ⅲ业务单位的小一些的公司或个人出版物或生产线。

KKR 很少卷入小单位的事，而是帮助那些变成公司支柱的单位融资。在 1989～1994 年间，K-Ⅲ在大范围的通讯、出版和媒体公司中确认了 745 家公司作为可能的收购目标。

到 1997 年，K-Ⅲ拥有了一些知名的杂志品牌，比如《十七岁》、《每周读者》以及《沃德汽车杂志》；此外，它还收购了《第一频道》，那是一家电视台——它把专业教育项目带进了教室。大概 63 家公司已经被收购，收购总额达 28 亿美元，创造了一个收益能与麦克米伦收益相比，而成本还不到一半的公司。[1]

K-Ⅲ交易的融资典型地使用了比 KKR 80 年代的交易高得多的股权比例——高达 40%；但在其他方面，KKR 收购的可靠和真实的原则在起作用。像其他 KKR 收购一样，可以接受的收购是那些占据了适当市场的第

---

〔1〕 K-Ⅲ从一批有限合伙公司发展而来—— 一共三家——它们被组织起来，从事特定行业相关的收购。但是，为不同收购而建立的分散的合伙公司债务和信用有限，因此限制了 K-Ⅲ进行进一步收购的能力。1992 年，合伙公司由 K-Ⅲ通讯公司取代；这家新的母公司将管理并拥有三个部分：教育、信息和杂志。为了建立新的公司结构，K-Ⅲ对它们的债务进行了再融资，总共筹集了 9.4 亿美元，由 5.9 亿新的银行贷款、10.625%高级保证票据中的 2.5 亿美元以及 1 亿美元的高级可兑换优先股（B 系列）组成。收益主要用来支付前期银行债务。作为这次重组的结果，KKR 占了 K-Ⅲ的 88.4%的股权，其余部分由管理层和雇员持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一和第二位置的公司，并且有很强的编辑人员愿意在新的主人手下留用，然后在总公司里占有股权位置。

KKR 提供了 K-Ⅲ的费用，从股票发行中获取的收益用于利润再投资，利用税收法规暂行条例来尽快支付债务[1]，谈判新的信贷设备，为公司的收购项目提供了不间断的分析和融资帮助。它还监控公司的经营，并且确保 K-Ⅲ的经理们变成公司股票的重要投资者。建立起来的模式接下来应用在 KKR 格拉姆控股公司(1991)的投资案中。KC 有线电视投资公司(1992)被设计用来收购有线电视系统；而 KSL 休闲公司(1992)，重点放在旅游圣地和高尔夫球场方面。

这些银行冒险是 KKR 长期计划的一部分，即培养在那种复杂但肥沃的行业中未被管理的资产价值。

KKR 总是在有吸引力的新的地点寻求扩大其公司范围，多年来一直悄悄地在观察充斥着过多能量的银行业。规章限制出现了一种渐松的状况，使得美国的银行系统在近两个世纪中处于分裂状态。

这些，加上更近期存储和借贷机构以及一些大的地区商业银行的广泛失败，给兼并、收购和重组带来了足够的机会。

1988 年 10 月 12 日，KKR 直接投资 1.58 亿美元收购在加利福尼亚的第一州际银行 6%的股份。它只是在得出结论，杠杆收购不大可能会与监管机构有新的冲突后才这样做的。

KKR 在第一州际银行的少数派地位不会超过 9.9%[2]；但是，有了这笔投资，公司的合伙人更加熟悉银行规定，能够在联储董事委员会和联邦存款保险公司有了说话的机会。并非偶然，KKR 变成了第一州际银行的战略和金融问题管理的财务顾问，这个关系使得 KKR 更多了解了这个行

〔1〕 K-Ⅲ能够利用税收代码 197 节，允许公司通过购买资产来分期清偿无形资产的费用，比如特权、商标、顾客名单以及有关税收的信息数据库。K-Ⅲ的许多收购包括了大块的无形资产。有关法律允许公司在 10 年期间将这笔费用记录下来，但 K-Ⅲ选择了在 3～5 年里分期清偿它获得的大部分无形资产。这起到了更快清理公司的资产平衡表和降低公司税收责任的效果。1992 年，K-Ⅲ从折旧和摊销中得到了 1.716 亿美元，1993 年得到了 1.433 亿美元。结果，K-Ⅲ 1992 年支付了 30 万美元的税，1993 年没有税。

〔2〕 投资的钱来自于 1987 年基金，当然是为资助杠杆收购而设立的。然而，资金的协议给了 KKR 自由决定的权利，可以在招来它的所有资源之前将基金资产放在临时性的投资中。一旦在第一州际银行的投资作出后，KKR 有两个选择：它能使用它的股权作为基础建议友好收购第一州际银行；或者持有它的投资，直到具有吸引力的杠杆化收购目标自己出现。在 RJR 收购之后，好的收购机会越来越少，KKR 决定继续持有其投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的经济学。[1]

要再进一步会很困难，因为监管机构对 KKR 把它的收购制度应用于银行业的愿望即使不是敌意的，也是漠然视之的。

KKR 接下来的努力被停止了，这次它是想收购失败了的德州的 M-Corp银行，因为遭到了联邦存款保险公司的反对。(FDIC 接受了第一银行对 M-Corp 银行的资产更低的报价。)

1991 年，KKR 对融资收购正在挣扎的新英格兰银行(BNE)的可能性发生了兴趣。为了减轻监管方面的顾虑，它与弗里特银行集团结盟，弗里特银行集团在其首席执行官特伦斯・穆雷的领导下，已经成为美国发展最快和最好的地区性银行之一。对 BNE 的收购几乎完全用股权来融资，包括 KKR 出资的 2.83 亿美元享有在 BNE 的一半股权，另一半由弗里特持有。[2]

弗里特会承担经营 BNE 资产的全部责任。KKR 不会把它的任何一位合伙人放在弗里特的董事会里。KKR 预计(最终被证明是正确的)这个安排会为它在 BNE 的投资挡住来自监管方面的反对。

但是，在这些情形下，KKR 怎么才能履行任何有效的监管功能呢? KKR 对弗里特很信任，但它并不打算只做一个被动的投资者。为了确保弗里特所做的一切会符合 KKR 的利益，公司以"双重可转换优先股"的形式构建公司基金的股权持有比例。这是一种新型的股票，可以最终给 KKR 一个选择：或者把其持有的股份转换成总公司的股票，或者它的子公司(BNE)的股票。因此，弗里特的管理层就会有一个明确的动力，集中努力改善 BNE 的表现，而 KKR 将能有权接受透明的、未经加工的子公司发



[1] 1989 年春，KKR 向联储董事会提议，允许它收购一家银行控股公司，条件是 KKR 和它的基金协议参与者不会成为这家银行控股公司。KKR 建议允许它收购，在自由决定的基础上给其基金投资者安排布置一家私人的股票证券(即每个投资者将决定是否参与)；股票证券直接由投资者持有；KKR 的利益限制在 1%之内，允许 KKR 和管理层代表寻求董事会的少数位置。"没有一个潜在的投资者……可以拥有超过 9%的任何级别的(银行)股票证券，也不应占有超过(它的)总股本的 24.9 %，如果任何一家银行控股公司分支机构被当做投资者来考虑，他们将被个别地限制在任何这般等级的 4.9%以内。KKR 也预期充当收购银行的金融顾问。"Presentation to Federal Reserve Board, March, 1989, KKR files。

[2] 交易耗资 6.16 亿美元。除了 KKR 的 2.83 亿美元双重可兑换优先股，弗里特以普通股的形式贡献了相等的数目。The FDIC 以不可兑换的优先股的形式投资了另外的5 000万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展情况的财务报告，并从中受益。[1]



随着BNE的收购，KKR表明了它准备怎样扩展其投资范围。在这项收购中，公司证明不仅愿意放弃杠杆来实现收购，也愿意寻找机会，其条件根据它自身的标准是相当非正式的；但是，只有当它能实质性地对交易成功之后发生的一切产生影响。随着形势的发展，KKR帮助弗里特收购额外的在纽约和新泽西的银行财产；到1997年为止，它已经拥有了每年近35％的投资收益。

虽然KKR保持了它在第一州际银行和弗里特的投资，但它继续观察着金融服务行业。这个行业成熟了，KKR在财产和意外保险领域找到两个保险公司：美国再保险公司，它是在1992年被KKR以15亿美元出资收购的；以及在1995年被KKR以1.64亿美元出资收购的小得多的公司——加拿大一般保险集团。在这个金融服务部门，实现价值的机会来自于它高度集中的行业结构。正如一份KKR报告所说的，进入后的障碍是很大的，但是"重大重组"的机会大大丰富了，因为保险公司收到"神秘（行业标准）会计制度"和其他严格的规章制度的保护和伤害。当美国再保险公司于1996年以超过57％的年度纯收益售出的时候，这个判断得到了证实。

随着资产竞争的加速，KKR活动的范围放宽了。公司在融资和监控方面的经验使得它具有灵活性，既可以把它的公司持股扩展到熟悉的市场，也可以探索新的市场。像通过内维—安科尔洛克公司（1995）、布鲁诺超市连锁（1995）这样的公司，KKR积累出与生产商和超级市场链长期合作的经验。马里特行为保健公司（1995）和金德保健学习中心（1997）把公司带入了服务人类的新兴市场——保健和教育。在这些领域，公司很需要财务和管理方面的训练。KKR现在已做好充分准备，来对付在一开始管理队伍就要更换的情况。

收购加拿大一般保险集团标志着KKR在美国之外的第一次出击。

[1] 在融资的条件下，KKR要么能够将它的双重可转换优先股转换成50％BNE或者转换成1 600万股、股价为17.65美元的弗里特的股票——那时达到母公司11.2％的股份；除此之外，KKR得到权利，可以以每股17.65美元的股价购买另外的6 500万股弗里特的普通股。弗里特愿意构建这桩交易的举措给了KKR信心，以提高它对新英格兰银行的报价。这使得它和弗里特能够战胜来自美州银行的竞争出价。KKR对弗里特交易关心的信息来自于弗里特和新英格兰银行记录、KKR档案，以及与保罗·雷瑟尔的电话交谈，1998年4月7日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一个是 1996 年收购英国报纸出版商纽斯奎斯特媒体集团公司，其财产或权力与它的母公司瑞德—艾尔斯维尔公司剥离开来。这次收购使得 KKR 与格兰尼斯拉集团公司建立了联系，格兰尼斯拉集团公司自从 1994 年起就一直为 KKR 观察在欧洲的几百个收购前景。管理收购很大程度上依旧是一个美国现象，但英国已经开始效仿，虽然英国的二级债务市场还未发展。KKR 使它熟悉的美国的出借者以相对较低的成本来获取关键性的融资层的能力在纽斯奎斯特公司的出价中起了决定性作用。其他在欧洲和东欧应用 KKR 收购手法的长期努力发展得就慢多了。对支撑管理收购原则的政治和文化的抵制是很可怕的，尤其对于那些在任何情况下相对而言很少注重股东利益的国家来说，人们担心管理收购会影响这些国家的就业稳定性。然而，KKR 还是在坚持，通过塔卡尔茨的十多年的热情（有人会说是幻想）和努力来为俄罗斯一家大的卡车公司融资。

杠杆和股权不断变化的条件

90 年代早期，当兼并和收购市场不景气时，高度杠杆化的交易并没有消失。有人引用克拉维斯于 1991 年在弗里特（Fleet）收购案期间说的话："债务过时了，股票进来了。"这个判断到头来被证明没有多大预测价值。[1] 股票和现金那时在公司融资的收购中还是优先货币；但杠杆化交易的机会不久便再次浮出水面。当然，不是在 80 年代中期曾经达到的水平。银行更可能要求以现金流来涵盖较高级别的债务，像杠杆收购一样的高杠杆水平没有那么普遍了。杠杆比率一般更接近 60%～75%，而不是 80%～95%，即使小的交易亦是如此。在 1992～1997 年间，KKR 的 11 件收购中（除去那些组合公司），只有一例收购融资——旗星公司，杠杆率超过 80%（1992 年的旗星公司交易实际是由另一家公司操纵的 90% 杠杆化收购的重组）。虽然低杠杆比率可能会使股权利益回报略受挫折，但 60% 的杠杆仍然严厉得足以让经理们在收购后经营的关键的早期阶段各尽其职（见表 6—2）。

［1］ 克拉维斯的话引自《负债的商人》（Anders, *Merchants of Debt*, pp. 275～276）。关于杠杆收购交易的命运，安德斯得出了相当不同的悲观的结论；对他来说，趋势并不清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6—2　　KKR 收购融资的杠杆比率(1991～1997 年)　　单位:%



Fleet,1991	0
American Re,1992	78
Flagstar,1992	84
Canadian General,1995	27
Neway Anchorlock,1995	51
Reltec,1995	65
Bruno,1995	75
Merit Behavioral Care,1995	63
Newsquest,1996	72
Evenflow & Spalding,1997	63
Kinder Care,1997	72
Amphenol,1997	69

资料来源:KKR 档案。

竞争的力量也改变了 KKR 和它的有限合伙人之间的关系。现在普遍被称为“个人股票投资”的股票基金在 90 年代比任何时候都更充足。仅 1996 年一年,66 个杠杆收购股票基金筹集务力获得成功,大部分都超越了目标,另外 44 个也开始启动。在所有报道的成功收购中,7 起收购超过了 10 亿美元,包括 KKR 的 57 亿美元和排在第二位的 DLJ 商人银行业合伙Ⅱ的 30 亿美元。[1] 但是,KKR 继续投资这些巨大的数字。1990 年收购中,5 起收购在收购融资方面超过了 10 亿美元。在它们当中,包尔顿公司的价值超过 46 亿美元,是 90 年代最大的——虽然没有杠杆化——收购投资。[2] KKR 的可能的交易在不断增加;但 KKR 的新老有限合伙人,已经变得不安静起来:他们要求 KKR 对其管理基金的办法进行重组。

KKR 1996 年基金的主力部分由国家养老基金投资者组成,总共 16 家。除了他们,还有 69 个其他机构投资者:银行、公司和其他个人养老基

〔1〕 Venture Economics, *Buyouts Yearbook*, 1997, pp. 30～31.

〔2〕 Securities Data Co., *Buyouts Newsletter*(1997)。该出版物报道了总数为 22 桩的美国收购案,价值超过 90 年代的 10 亿美元。KKR 占了 4 个。它的 1 800 万美元的旗星公司的融资从名单中失踪了;严格地讲,包尔顿公司不是一个杠杆收购 ——作为 RJR 纳比斯科投资的延伸,它是用 RJR 纳比斯科股票收购的。参见第四章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金、大学捐赠、金融服务公司、保险公司，以及国外政府实体，如新加坡政府。养老基金面临更多的"可选择投资"组合方面的竞争，它们带头要求改变收购基金条件。关键的问题是，每笔交易是否都依赖于它自己的底部，或者失败交易的损失是否会抵消 KKR 的 20%带利账目中的成功交易所带来的收益。当 KKR 推出 1996 年基金时，它遇到"净赚"的要求——即交易间盈亏的总额——为了获得机构投资者所要求的：在普遍和有限合伙人之间更好的"利益联盟"。

这个要求背后的逻辑很简单：因为投资集中起来是为了回报，丢弃失败交易的诱惑会被降低。KKR 从未那样做过，不管股份参与有多小，它对其质次的投资很费心，主要是出于保持它在投资者中完美声誉的强烈需要。但是现在，它必须满足新的杠杆收购行业标准。因此，KKR 会从其总体基金盈亏中获得利益，即它的交易获益。根据其 1996 年基金协议的条款，KKR 调整了它的传统的交易和管理费用的比例，该比例随着投资的增加而减少。[1]

KKR 进入了它的第三个十年

随着它的 1996 年基金的建立，KKR 能够在高度竞争的市场中保持其领先地位。1997 年，公司准备投资 60 亿美元，公司的活动大幅度提高。随着前所未有的现金量流入杠杆收购股票基金，随着关于市场走极端的担心重新出现[2]，KKR 以极大的热情去寻找和谈判合理定价的收购，并且尽可能去灵活地构建这些收购。收购重组的内在危险并没有减轻，这一点被布鲁诺(Bruno)和旗星公司的破产所证明。KKR 的高级合伙人想不起来什么时候他们有这么忙。

然而，公司依旧小。它的合伙人只有 11 个，它的伙伴和分析师有 10 个。1995 年，它的合伙人的合作领域扩展到了研究经济趋势、行业以及公司分析。他们推出了一个录用年轻分析师的项目，通常在学院和研究生院

[1] Kohlberg Kravis Roberts & Co., 1996 Fund, April 1996. 例如，KKR 的 1.5%的管理费将削减，因为承诺超过了 30 亿美元。它的交易费可以通过谈判来决定，这样，在上限费用就可以在 80%(LPs)～20%(KKR)的基础上与有限合伙人分享。

[2] Matthew Schifrin, "LBO Mania", *Forbes* (March 9, 1998), pp. 128～134.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

招聘，聘用期一般都限制在一段时间。除此之外，KKR继续外购它的一些支持功能，从不增加超越纯粹需要的内部专业容量。它继续依赖于外部机构发现交易，凭借律师代理、会计、咨询来专业化地解决纷争。它继续与外界专家会晤，以便让自己接受特定行业、市场和金融趋势。这样做，KKR可以保持它经营的创业家精神，避免了有关地位和经济报酬。这些问题几乎是不可避免地发生在其所处的同样组织屋檐下的不同专业文化之间。它的公司目标仍旧很集中，组织也很整齐。

换句话说，KKR保持了言行一致。经常被遗忘的专业化优势在公司的结构中得到了加强。它的组织的绝对朴实和奖赏制度在KKR价值超过4 000亿美元，在大约58个公司、109亿美元的股份投资中起了很好的作用。KKR努力避免多样化的诱惑，或超越纯粹需要地去扩展它的内部专业容量。它对一个日趋复杂的公司环境真正作出的妥协更多地与它的内部电脑系统升级和通讯能力有关。有时候，行为方面的小变化就足够了。1995年，KKR的专业人员开始了每周一早晨的电话会议。这些会议把公司的所有专业人员都联系在一起，加强了公司的团队工作，提高了它分享及时信息、判断力思维和建议的能力。

KKR公司结构的这些经验并没有得到广泛的理解，金融公司都热衷于公司兼并——争着让公司开展多种经营，很像一个早已过去的年代的工业聚集。KKR收购哲学的遗产以及它对较大公司世界的影响得到了较好的理解。

影响：教训和启示

KKR对许多行业的改善影响使得哈佛商学院的马尔柯姆·萨尔特教授将公司称为“资本主义的修理车间”。这样的描述仅仅是一个提示：管理收购结果给公司和它的股东们带来了很大的影响。大的投资者们从收购运动的经历中获取了很多。虽然许多关键性和更成熟的毒丸防御方面的反接管立法给了在职的经理们一个呼吸的空间，机构投资者们变得比以往任何时候都更自信，催促基金会成员们提供及时信息和公司政策的理由。机构投资者的积极精神有几个原因，其中之一是通过参与收购基金获得了经验。投资者了解到他们有能力，也有权利用股权的力量去改革表现不好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司。虽然他们的成员并不坐镇董事会，但他们总能得到听证的机会；投资者现在有比以往更大的权力来对表现不好的经理们协调统一的行动。他们在对经理问题的反应方面变得更加畅所欲言，并且在给董事会增加压力方面愈来愈有影响，要求将行政人员的工资和表现挂钩，就像股份价值反映的那样。[1] 在董事会内部，非行政董事在他们监督的公司得到了越来越多的重要的持有股份。当然，很少有人怀疑大部分董事会仍旧是他们公司首席执行官的傀儡，他们的监控也不是特别有效。他们现在没有那么懒得动了，当问题出现时，他们更可能采取行动对付表现不好的经理们。

对公司行政的影响甚至更大。现在，经理们一般更关心保持"核心能力"而不是扩展经营范围，使经济价值最大化而不是建立公司王国，奖励创业行为而不是加强官僚的队伍。公司预算变得更加严格，组织不再那么臃肿，重组在整个公司经济中也变得更正常。所有这一切的发生是因为经理们已经学会了将他们的个人收益与他们股东的收益挂起钩来。用股权作为行政官员工资的一个重要部分戏剧性地增加了。[2] 1997 年，公司圆桌会议的新"公司管理报告"反映了美国那些更著名的高级行政官员的集体思维："公司企业的主要目标是为它的所有者们带来经济回报。如果公司的首席执行官和董事们不把注意力集中在股东价值上，公司就不大可能会实现那个价值。"[3]公司的盈利和生产力几十年内第一次上升，部分原因是公司所有者们和经理们的这些不断变化的态度和行为。[4]

至于金融界，从 KKR 的经历中可以学到的重要一课是，通过金融管理带来长期成功并无捷径可走，仅仅使用杠杆来收购"价值被低估"的公司股权，从来都不是快速致富的方式。KKR 的股份投资者们必须非常耐心，

---

〔1〕 美国证券交易委员会注意到这些发展，在 1992 年的一对裁决中加强了这些趋势，去除了繁琐的代理程序，因此降低了协调股东行为的费用。另一个要求是更公正地公布行政补偿的情况，这样，就使得传统意义上的红利和股权项目可能的滥用会得到广泛意义上的理解，这个项目旨在保护经理们免遭由于他们自己行为而面临的降职方面的风险。

〔2〕 Brian Hall and Jeffrey Liebman, "Are CFOs Really Paid Like Bureaucrats," *The Quarterly Journal of Economics*.

〔3〕 "Statement on Corporate Governance" (September 1997), pp. 1～2.

〔4〕 Steven Kaplan, "We are all Henry Kravis Now: Evolution of U. S. Corporate Governance", University of Chicago and NBER Working Paper, February 1997, p. 13 and table 3。Cf. Mark Roe, *Weak Owners: Strong Managers* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1994); Joseph A. Grundfest, "Subordination of American Capital", *Journal of Financial Economics*, 27 (1990), pp. 89～114. 这些文献中包括了一些悲观的见解，对更长期前景的有效的股东积极性持悲观态度。作者注意到潜在的反收购立法的惯犯效应和毒丸防护的司法主张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易中的债务可是不耐心的。只有通过小心培育的组合，包括灵活的融资、很强的管理才能、构建良好的激励机制、积极的董事会监管，以及对细节的注意，KKR 才能从它的投资中不断赢得良好的回报——从纯现金的数目来看，在 1977～1997 年间获得了每年 28.2%的投资回报率。KKR 的有限合伙人从总计 109 亿美元的股权投资中实现了 220 亿美元的收益，估计还有 181 亿美元价值尚未实现。从更基本的历史意义来说，KKR 的经验是这一点：它的管理收购给垂死的金融资本主义带来了新的生命，刺激了新时期经济的持续增长，使证券市场充满活力，以及几乎是全层次的就业。肯定有许多宏观和微观经济因素促成了这些令人高兴的情况。但是，管理收购的催化作用是不容否定的。管理收购曾一度被贬为一种低资本主义的危险形式，但它显示了在共同价值追求的基础上把经理和所有者的利益相连的有益效果。

它表明，怎样使有创造力的金融策略能够促使并且帮助公司改革，以及价值创造的道路是各式各样的，而不是公式化的。它证明了严格的董事会监督的重要性，以及允许公司在它们自己的底部运行的效用，而不受常用开支的困扰和较传统的公司官僚集中的纠缠。作为行动的激励和榜样，管理收购已经帮助美国公司看到了充满活力的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录

KKR 收购大事记：1976～1993 年基金的交易额、杠杆和收益率[a]

基金	交　易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
1976	AJ Industries	1977	NYSE	$ 26M	66%	8.32	57.3%
	LB Foster	1977	Private	$ 94M	88%	12.38	15.1%
	USNR	1977	ASE	$ 23M	60%	7.28	39.9%
	Houdaille	1979	NYSE	$ 380M	86%	8.45	33.9%
	Sargent Industries	1979	ASE	$ 39M	81%	5.47	40.4%
	Eagle/F-B Truck Line	1979	OTC	$ 13M	67%	5.87	−100.0%
	Idex	1988	Division	$ 202M	N/A	9.92	58.8%
	基金投资总额						$32.6M
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$539.6M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						39.9%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						35.6%
1980	Eaton Leonard	1980	Private	$ 14M	81%	5.54	−100.0%
	Rotor Tool	1981	Division	$ 26M	86%	5.95	43.2%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金	交易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
	The Marley Company	1981	NYSE	$ 330M	88%	16.60	26.4%
	Lily-Tulip	1981	Division	$ 160M	80%	4.72	57.9%
	PT Components	1981	Division	$ 135M	91%	4.87	52.7%
	Norris Industries	1981	NYSE	$ 440M	88%	3.21	87.1%
	Fred Meyer, Inc.	1981	OTC	$ 229M	93%	15.33	19.5%
	Fred Meyer Real Estate	1981	N/A	$ 304M	59%	16.06	21.2%
	基金投资总额						$ 356.8M
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$ 1 825.9M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						29.0%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						25.7%
1982	PacTrust	1983	ASE	$ 55M	64%	5.47	15.1%
	Dillingham	1983	NYSE	$ 500M	80%	4.56	21.9%
	Golden West	1983	Private	$ 300M	76%	2.92	76.7%
	Amstar	1984	NYSE	$ 520M	79%	2.79	80.5%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

基金	交　易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
1982	Wometco Companies	1984	NYSE	$ 1 075M	76%	3.83	37.2%
	基金投资总额						$ 403.9M
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$ 1 360.8M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						47.6%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						40.2%
1984	Malone & Hyde	1984	NYSE	$ 700M	81%	3.89	34.4%
	Auto Zone	1984	Division	N/A	N/A	13.29	42.3%
	Cole National	1984	NYSE	$ 330M	71%	2.96	44.3%
	Pace Industries	1984	Division	$ 1 620M	83%	11.18	31.2%
	Motel 6	1985	Division	$ 945M	72%	5.55	37.9%
	M&T	1985	Private	$ 110M	56%	3.41	20.7%
	Union Texas Petroleum	1985	Division	$ 1 760M	82%	12.51	13.7%
	Storer Communications	1985	NYSE	$ 2 430M	89%	2.91	60.4%
	基金投资总额						$ 1 058.5M

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金	交　易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$ 6 144.4M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						33.4%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						28.7%
1986	Beatrice	1986	NYSE	$ 8 730M	84%	6.16	52.5%
	Safeway	1986	NYSE	$ 4 800M	86%	11.35	42.7%
	Owens-Illinois	1987	NYSE	$ 4 680M	95%	10.80	20.6%
	Walter Industries	1987	NYSE	$ 3 260M	96%	10.29	−1.3%
	基金投资总额						$ 856.8M
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$ 9 457.5M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						36.1%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						31.4%
1987	Seaman Furniture	1987	NASDAQ	$ 390M	88%	5.48	−47.0%
	Stop & Shop	1988	NYSE	$ 1 530M	92%	8.33	31.9%
	First Interstate	1988	NYSE	$ 230M	N/A	7.49	28.4%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

基金	交易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
	Duracell/Gillette	1988	Division	$ 2 060M	83%	9.53	39.3%
	RJR Nabisco/Borden	1989	NYSE	$31 430M	80%	8.90	2.8%
	K-Ⅲ/Primedia	1989	Startup	$ 1 130M	58%	8.52	14.9%
	Fleet/BNE	1991	RTC	$ 280M	N/A	6.48	34.6%
	Granum Communications	1991	Startup	$ 62M	57%	4.57	30.4%
	K. C. Cable Associates	1992	Division	$ 140M	68%	4.28	5.9%
	American Re Corp	1992	Division	$ 1 500M	73%	4.18	57.3%
1987	Flagstar Companies, Inc.	1992	NASDAQ	$ 1 900M	84%	5.12	−100.0%
	Alden Press(WCP)	1993	NYSE	$ 145M	N/A	4.85	25.2%
	KSL Recreation	Various	Startup	$ 530M	55%	4.50	12.1%
	基金投资总额						$6 240.4M
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$17 439.1M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						16.1%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						13.8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金	交易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
1993	World Color Press	Various	Private	$ 250M	N/A	4.03	34.0%
	Primedia	Various	Division	$ 270M	N/A	3.29	15.3%
	Canadian General	1995	Division	$ 160M	27%	2.97	47.7%
	Neway Anchorlok	Various	Private	$ 100M	51%	2.89	N/A
	Walter Industries	1995	NYSE	$ 58M	N/A	2.78	17.1%
	Granum Holdings	1995	Private	$ 180M	N/A	1.29	114.5%
	Reltec	Various	Division	$ 634M	65%	2.48	58.5%
	Bruno's	1995	OTC	$ 1 220M	75%	2.37	−100.0%
	Merit Behavioral Care	1995	Division	$ 370M	63%	2.27	36.2%
	Newsquest	Various	Division	$ 813M	72%	1.99	86.4%
	Evenflo & Spalding	1996	Private	$ 1 000M	63%	1.26	3.1%
	KinderCare	1997	NYSE	$ 609M	72%	0.89	N/A
	Amphenol	1997	NYSE	$ 1 500M	69%	0.63	N/A
	基金投资总额						$ 1 958.0M

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

基金	交　易	投资时间	收购前的状态	交易额	杠杆比率	持有期[b]	KKR 收购前的投资回报率(ROI)[b]
	扣除 KKR 操作和管理费前的当期价值[b,c]						$ 3 308.9M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						27.7%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						21.6%
	1976～1993 年基金的全部基金投资						$ 10 906M
	1997 年 12 月 31 日的全部已实现、未实现的价值						$ 40 076M
	扣除 KKR 操作和管理费前的基金收益率						28.2%
	扣除 KKR 操作和管理费后的基金收益率						23.7%

注：a. KKR 基本上出售了它在 1980 年和 1982 年基金中的股份。只有 1976 年基金中的 Idex 和 1984 年基金中的 Union Texas Petroleum 依然存在。

b. 至 1997 年 12 月 31 日的持有期、收益和价值。

c. 包含扣除 KKR 操作和管理费之前的已实现和未实现价值。已实现的价值为基金得到的净现金和报酬。未实现价值由 KKR 确定。只在发生积极事件如高于预期的经营收益、债务减少或出售资产时，KKR 才提高未上市公司的价值。由于缺乏流动性，这种增值又被打了折扣，折扣率根据有公开市场价格的类似资产当前的价值确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于财务数据来源的说明

关于收购融资的所有数据和有关的信息——包括股票价格、最后的融资成本和资产负债表结构——选自一些基本的融资文件，例如：Acquisition Financing Confidential Memoranda，Prospecti，Offering Memoranda；以及美国证券交易委员会对并购活动要求备案的其他标准文件。这些都是公开数据；我们没有一一注明出处，建议那些寻找关于某一交易的信息的读者参考这些文件。关于 KKR 所控制的公司在收购后的业绩的数据来自正式的年报和其他中期财务报表，对于上市公司，这些数据很容易证实。对于非公开信息，除非另有说明，否则可以认为来自 KKR 提供给其有限合伙人的数据。

我们从 KKR 的文件储存设施中获得了本书中涉及的所有交易的文件，如果有关公司仍在 KKR 的资产组合中，则数据来自 KKR 未封存文件。由于各文件中的数据有出入，我们与 KKR 的会计部核对了最后的数字，KKR 会计部用与 KKR 提供给其有限合伙人的报告中一致的数据验证和（或）修改了我们的数据（改动通常很轻微）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在并购领域，最激动人心的莫过于其中演绎的“蛇吞象”般惊险的一幕。诸多名不见经传的机构，藉此奠定在各自行业中的领导地位。

本书中的主角——KKR公司，是美国一家以收购重整为主营业务的合伙投资企业。简言之，KKR专注于寻找初具规模但远非完美的目标企业，对其进行财务重组和价值提升，以期获得超额利润。

1988~1989年，KKR通过杠杆收购美国烟草巨头纳比斯科公司，向世人展示其运作产业资本的娴熟财技。此次并购涉及310亿美元，而其中的300亿美元是以债务融资实现的！通过这起世界金融史上规模巨大的著名并购战，KKR一跃成为资产规模仅次于通用汽车、福特、埃克森和IBM的巨擘。

本书并不仅仅止于上述台前的精彩，其幕后的方方面面——从投资理念、投资策略、融资手法、收购后的重组，以及经济和社会影响——均得到了详细的阐述。

值得注意的是，本书远不止是一本企业的传记和金融史著作，它更多地是一本探讨美国公司治理结构和治理机制的极佳范本。通过KKR这一案例，我们将窥得美国金融资本主义的来龙去脉。

本社网址：www.sufep.com



定价：30.00元

CAMBRIDGE
UNIVERSITY PRESS
www.cambridge.org

汇添富基金——长期投资致胜的选择